汉译世界学术名著丛书



货币论

下卷

货币的应用理论

〔英〕凯恩斯著



汉译世界学术名著丛书

货币论

下卷

货币的应用理论

〔英〕凯恩斯著

蔡谦 范定九 王祖廉译



商务印书馆

1986年·北京

汉译世界学术名著丛书

货　币　论

下　卷

货币的应用理论

〔英〕凯 恩 斯 著

蔡　谦　范定九　王祖廉 译

商 务 印 书 馆 出 版

（北京王府井大街 36 号）

新华书店北京发行所发行

北 京 新 华 印 刷 厂 印 刷

统一书号：4017・321

1986 年 6 月第 1 版　　开本 850×1168 1/32

1986 年 6 月北京第 1 次印刷　　字数 239 千

印数 6,700 册　　印张 11 3/8 插页 4

定价：2.35 元

汉译世界学术名著丛书
出 版 说 明

我馆历来重视移译世界各国学术名著。从五十年代起，更致力于翻译出版马克思主义诞生以前的古典学术著作，同时适当介绍当代具有定评的各派代表作品。幸赖著译界鼎力襄助，三十年来印行不下三百余种。我们确信只有用人类创造的全部知识财富来丰富自己的头脑，才能够建成现代化的社会主义社会。这些书籍所蕴藏的思想财富和学术价值，为学人所熟知，毋需赘述。这些译本过去以单行本印行，难见系统，汇编为丛书，才能相得益彰，蔚为大观，既便于研读查考，又利于文化积累。为此，我们从 1981 年着手分辑刊行。限于目前印制能力，每年刊行五十种。今后在积累单本著作的基础上将陆续汇印。由于采用原纸型，译文未能重新校订，体例也不完全统一，凡是原来译本可用的序跋，都一仍其旧，个别序跋予以订正或删除。读书界完全懂得要用正确的分析态度去研读这些著作，汲取其对我有用的精华，剔除其不合时宜的糟粕，这一点也无需我们多说。希望海内外读书界、著译界给我们批评、建议，帮助我们把这套丛书出好。

商务印书馆编辑部

1985 年 10 月

目　　录

货币的应用理论

第五篇　货币因素及其变动

第六篇 投资率及其变动

第七篇　货币的管理

第五篇　货币因素及其变动

第二十二章　货币的应用理论

现在我们放下货币的纯粹理论以及从质的方面对表征货币体系的特性所进行的研究，进而探讨货币的应用理论，并从量的方面研究现存主要货币体系中、首先是大不列颠和美国货币体系中的实际情况。

本卷的内容梗概如下：

在第五篇中，我们将讨论货币因素及其统计性变动。例如银行货币的总量在储蓄存款与活期存款之间的分配比例、银行货币的流通速度、以及银行货币总量之所以如此构成的理由，这几章阐述得比较详细，对于我们判断不同因素的相对数量意义说来，这是必不可少的。因为，当银行货币总量一经确定之后，这个总数有多少用于金融流通，多少用于工业流通，储蓄存款的统计数字就成了最重要的指标；而且，工业流通量既知之后，流通速度就大致决定了工业流通所能维持的生产水平与收入水平。

在第六篇中，我们将研究投资率发生波动的原因，并将利用近代史中几个典型时期所发生的事件的分析，来阐明本篇与以前各篇的论点。这样，便放下了所谓“货币方面的影响”而讨论“投资方面的影响”。

在第七篇中，我们第一次谈到我们主题的理想标准，也就是各

国家货币体系和整个世界的各通货发行当局所应具有的理想目标，以及达到这些目标的途中所存在的障碍；此外还要谈到有时自行发生的困难局面，以及其最好的解决办法等。

在第五篇中，读者会认为我在回到物价决定问题的旧式“货币数量”说上去，因为我将集中讨论货币账款的供应，或者毋宁说是集中讨论工业流通中的可用货币账款量的问题。为此，关于我所认为的货币量与物价水准之的关系，事先提醒读者一下是有好处的。

假定收受与支配收入的习惯和方法不变，假定收入水准和生产量已定，而营业存款 A 的流通速度又没有变化的话，工业流通中所需要的货币量就确切不移地确定了。如果供应了金融流通的需求之后，可用的货币量少于此数，那就不可能维持现有的收入量。此外，在平衡状态下，当所有的生产因素都已就业、储蓄也等于投资时，则工业流通量不仅决定收入量，而且还决定物价水准；同时，根据生产量与就业量的变动作出修正后，还能决定报酬率。这就是说，如果习惯与办法不变的话，**当物价水准与生产成本平衡时**，工业流通的可用货币量确实能支配这方面的状况。同时，传统公式中唯一需要加以修正的地方，只是加上“工业流通可用”几个字。我们在第III篇和第IV篇中对公认的理论提出了更改之处，其意义在于当平衡因储蓄与投资之间不相等而被扰乱时，以及从一个平衡位域过渡到另一个平衡位域时，把它们应用在物价决定的运行方式上。

当然，这种改变在形式上和传统数量说是可以相容的。这的确是必然的道理，因为后者是恒等式、是自明真理。但这一点在传

统理论中并没有以一种富于启发性和容易理解的形式提出，而是与其他因素一道含糊不清地塞在无所不包的“流通速度”这一概念之中去了。

让我们把我们数量方程式录写成以下的形式：

$$M' \cdot V' = \Pi \cdot O$$

其中的 M' 是工业流通量，O 是产品量，而 Π 则是产品的物价水准；在这种情况下，我们的说法中的 V' 乃是一个综合概念，与流通速度V是不相同的。它是两个要素合成的；一个要素取决于银行业、商业和工业的习惯和方法，与传统的流通速度具有相似的性质；另一个要素则取决于储蓄与投资之间的平衡，它在投资过量时大于1，在投资与储蓄相等时等于1，而在储蓄过量时则小于1。

本书第五篇所包括的内容主要是从统计观点研究这个方程式左边之中不同于我们所说的投资要素的货币要素。这些纯粹的货币要素与传统的数量方程式所研究的相同或相似。

第二十三章　储蓄存款与活期存款的比例

储蓄存款和活期存款的意义已经在第三章说明了，它们对金融流通和工业流通的关系则已在第十五章说明了。由于储蓄存款和活期存款两者构成了全部存款，所以储蓄存款对全部存款的比例有任何变动时，都会对活期存款量发生反应；除非是有意使总存款量发生相应的变动以便予以对消外，这种变动特别会对收入存款造成反应。在这一章里，我们将根据统计材料，研究储蓄存款比数在实际经验中的变动程度，以便有可能研究这些变动对于一般货币状况所引起的反应的大小。

在第三章里，我们看到大不列颠的存款账户和美国的定期存款大致相当于储蓄存款，而大不列颠的往来账户和美国的即期存款则相当于活期存款。在美国，法律规定定期存款和即期存款量必须分别公布。所以，只要我们认为定期存款的变动大致可以代表储蓄存款，取得统计资料就没有困难。但是在大不列颠，迄今为止，除非银行本身帮忙，否则便不可能获得任何可靠的指标。

一、大不列颠——由于进行了虽不彻底、但却代表着相当好的选样的调查，我已获得了极有意义的指标，可以说明存款账户与往来账户之间的转账在目前不列颠银行制度下所具有的实践与理论意义。同时我们必然记得第三章中所指出的情形，即不列颠的存款账户与往来账户之间的分界线已经毫无疑问地混淆起来了。

大部分存款都是时期很短(七天至十四天)的通知存款，而实际上则通常是随支随付，只减去几天的利息以代替通知期。据说存入时间较长的定期存款不会超过全部存款账户的1/4至1/3。

在战前时期，一般认为大不列颠的定期存款对总存款的正常比率大概接近于50%。[①]在战争时期中，存款账户相对于存款的普遍增加而言是大大减少了。到1919年，似乎保持为存款总额的1/3多一点，而不是1/2。根据作者从银行家方面可能获得的材料[②]来看，存款账户和往来账户在存款总额中所占的年度百分比大致有以下的变动：

大不列颠的存款账户与往来账户在存款总额中所占百分比

年　　度	存款账户百分数	往来账户百分数
1913	48	52
1915	34	66
1920	38	62
1921	44	56
1922	44	56
1923	43	57
1924	44	56
1925	45	55
1926	46	54
1927	46	54
1928	47	53
1929	48	52

① 劳埃德银行提供了上自1902年以来的年度平均数。定期存款在存款总额中所占百分比是：1902年为41.8，从1903到1905年约为44，1906年为46.4，从1907到1914年约为48.5，与战后的实际情形非常相似，定期存款似乎由于布尔战争而有所减少，往后又稳步上升到50%，而1906—1907年证券市场上"多头"行情的衰退则使这种恢复受到剧烈的刺激。

② 这些数字是"五大"银行之中的两家银行为我提供的指标的平均数。最近，另外两家银行也公布了它们的数字。

由此可见，存款账户的比例是逐步递增地恢复到战前的水平的，从 1919 至 1929 年几乎从没有间断。

由于密得兰银行与劳埃德银行现在按月公布它们的百分比数字（我希望其他银行也能仿效它们的榜样），所以把这些数字与以上更全面估计一并列出来是有用处的。

存款账户在存款总额中所占百分比

年　　度	密得兰银行百分数	劳合银行百分数
1919	28.6	39.3
1920	33.8	43.3
1921	39.7	49.3
1922	40.0	50.3
1923	40.2	48.5
1924	41.5	49.0
1925	42.7	50.4
1926	43.7	51.4
1927	44.3	52.6
1928	44.7	53.6
1929	46.8	54.8
1930(6个月)	48.3	55.5

这些数字表明，存款账户与往来账户的相对比例的变动已经大到足以使存款总额的变动作为往来账户变动的指标时极易使人误解的程度，情形在下表中（第 7 页）说明得十分清楚：

由此可见，如果这些估计正确的话①，1920 年的存款总额虽然可能不高于 1926 年，往来账户却高了 16 %。往来账户不断地转移为存款账户，是因为存款账户经过战时的减退后又逐步向战前

① 如果不正确的话，我希望有办法知道情况的银行家予以改正。

年　　度	九家清算银行的平均存款总额 1924=100	往来账户对存款总额的估定比例	往来账户的估计总额 1924=100
1919	90*	66	106
1920	100*	62	111
1921	108	56	108
1922	106	56	106
1923	100	57	102
1924	100	56	100
1925	99	55	97
1926	100	54	96
1927	103	54	99
1928	106	53	100
1929	108	52	100

* 估计数字。实际数字未曾发表。

的正常比例恢复，这实际上就起了隐蔽的通货收缩作用，其程度足以说明如下的现象：假定这种作用对营业存款与收入存款的影响相等，在存款总额不受任何变化的影响时，由于上述通货收缩作用，物价水准就会降低约 20 %。

这些数字特别有助于说明 1920 与 1923 年之间物价水平下降与存款总额的下降(如果有的话)完全不成比例的量值，对于后来在 1923 年至 1926 年之间的经过情况说来，也是这样。就已公布的情形来看，1923 至 1926 年间的银行存款总额没有变动，而当时的消费指数也几乎没有变动。但是，如上表所示，往来账户存款总数的百分比却从 102 下降到 96 。由于 1926 年的产品量几乎肯定少于 1923 年，因此这个时期往来账户存款的减少就给有关货币状况发展过程的解释补充了一个重大的被遗缺了的环节。

然而，英国的往来账户从存款总额中分立出来，对于解释货币

状况发展过程的问题所提供的最显著贡献却是有关战争时期的那一部分。我们记得，1914年第一次募集战时公债时遭到了失败，其中大部分不得不由英格兰银行及其他银行认购，后来就进行了强大的宣传运动，使公众认购往后的战时公债。当时的理由是，由银行认购具有通货膨胀的作用，而公众认购则没有。人们甚至认为，对于公众从存款账户取出货币来缴付认购战时公债的款项的做法说来，这一论点也能适用。诚然，银行当时还提供了"爱国运动"特殊办法来促进这种做法。我认为当时没有任何人注意到这种做法可能大大地促成通货膨胀。实际上这种认购办法的效果和银行直接认购、并将全部认购金额增加到往来账户中的效果是彼此相同的。公众将完全没有现金作用的存款账户上所存的货币转移到政府的往来账户上，由政府使用，从而增大了其他的往来账户，使流转货币的增量和银行存款总额中任何可以观察到的变动完全不成比例。像这样变动的某些存款账户可能是属于在银行所保有的这类账户中最老和最为可靠的存款。如果我们假定，在爱国运动的宣传影响之下投资于战时公债的存款账户不超过战前存款账户的1/3，而战前的存款账户又占存款总额的一半，那么往来账户就将增加33%，这就足以使物价维持在比以往高这样多的水准上。政府支出的性质，事实上是使其中绝大部分迅速地归入收入存款，其结果是储蓄存款的转出充分发挥了使货币购买力的降低的作用。1915至1916年英国货币状况的发展过程的确几乎可以说是一个完美的例证，足以说明这种移转可以在什么方式下对物价发生影响。

因此，可能正是这种没有被观察到的存款账户与往来账户之

间互相移转的因素，对 1914 至 1920 年间英国物价的上升，以及 1920 至 1926 年间物价的下降发生了相当大的作用。如果所有的银行都能同意分别公布它们以往和今后的存款账户和往来账户数字的话，我们对过去的情形就更加精确地作出判断，同时也可以计入这一因素以调整未来的政策。

此外还有一项银行业务和银行宣传活动的改革也说明是有好处的。目前英国银行所实行的办法是对存款账户与往来账户保持相同比例的准备。但美国方面情形就不是这样：美国法律规定联邦储备银行体系下的会员银行对定期存款只保持3%的准备，而对活期存款则保持 7—13%的准备。这就大大缓和了储蓄存款所代表的那部分金融流通的变动对于工业流通所发生的膨胀或紧缩作用。如果英国银行对于存款账户保持极低的准备比而不与往来账户保持相同的准备比①，就可能使银行体系对于工业方面的作用更为有利。

诚然，如果我们能够确定，存款账户严格地相当于储蓄存款，那么从某些观点看来，就有理由对存款账户不保持任何准备，因为这就可以保证储蓄存款的变动不影响活期存款总额的变动。反对这种措施、甚至反对让存款账户准备比低于往来账户的实际理由是：这样做会鼓励银行私下与主顾取得协议并对之让步，从而把实际上的活期存款冒充储蓄存款，以便逃避提供准备金。据说（见下面第 12 页）实际上这种逃避现象在美国已经发展到了一定的程

① 皇家印度通货委员会（1926 年）曾为计划中的新印度中央银行推荐（§ 161）美国的办法。各印度银行在中央银行中保持 10% 的即期债款和 3% 的定期债款。除此之外，这种办法在南非洲已经从 1923 年开始实行。

度。这种反对意见如果被认为是有实际理由作根据、因而可以成立的意见，那末中央银行在考虑到各会员银行的存款账户与往来账户的存款比例之后，当其决定可以让会员银行保持哪种适当的总准备水准时，也可以得到大致相同的结论。目前在大不列颠，英格兰银行可能根本不知道这个比例，更加可能的是它没有认识到这个比例有什么关系。

即使承认中央银行注意金融流通量、以便避免迟早会影响投资量的资本膨胀或紧缩往往是有好处的做法，任何改变如果能使中央银行比较容易分别考虑并处理工业流通和金融流通，那种改变就是值得欢迎的改变。

二、美国——这样一来，就使我们转到美国同一现象的研究上来了，只是根据上述理由，这现象在美国的扰乱作用不可能象在英国那样大。值得注意的是，正是由于1925至1929年间联邦储备银行体系的定期存款增长而无需准备金作相应的增加，才使会员银行的贷款和投资有可能大大增加，却没有使商品价格上涨。

联邦储备银行体系的统计资料本身是一个独立的研究题目，我个人无力问津。然而，下表所示的活期存款与定期存款，在美国和大不列颠一样，可以说明储蓄存款对活期存款的比数所发生的变动的意义。

由此可见，就方向和量而言，定期存款对于活期存款比率的上升趋势在大不列颠和美国大致上是相同的。由于定期存款所需要的准备比低得多，所以这种动态在既定的准备金基础上所容许的可用银行信用增量比其他情形下要大得多。而且，定期存款增量如果没有这样大，银行信用就不可能像这样大大扩展而不使物价

在存款总额中所占百分比①

年　　度	定　期　存　款	活　期　存　款
1918	23	77
1919	24	76
1920	28	72
1921	32	68
1922	32	68
1923	35	65
1924	36	64
1925	37	63
1926	38	62
1927	40	60
1928	42	58

上涨。这是一种健康的发展。但如果实行象大不列颠这样的准备金办法，那么定期存款像这样增长，势必就会发生严重的通货紧缩的作用。即使就其现况而言（准备比按 3%的规定），这种情形在给定的准备金基础上和这类准备金原来所能维持的物价比起来，仍然会发生使物价水准下降的作用。

关于大不列颠和美国银行营业办法在定期存款的准备比百分数方面的不同效果可以由下列计算中得到说明。假定美国活期存款所保持的平均准备为 11%，定期存款为 3%，不列颠的存款总额所保持的准备金为 11%；那末，如果有 10%的存款总额由活期账户转移到定期账户，使定期存款由存款总额中的30%增长到40%，这事在美国对物价水准所发生的影响，除其他因素不计外，会产生4%的下降趋势，而类似的转账在大不列颠则将使物价水准产生

① 这些数字是根据“通知”日期(一年中 3 至 5 次)所持金额的平均量而来的；参看《联邦储备局第 13 次年度报告(1926)》第 142 页。定期存款包括邮政储蓄存款。以“活期存款净额”代替“活期存款”时，所得数字将略有不同。

14%的下降趋势。

实际上，美国的定期存款大大增长(在1920至1929年间增加一倍)这一事实，使那些年间的金融流通大为扩展，其程度如果运用不列颠的准备办法的话就会使物价由于工业流通紧缩而惨跌，要不然就是使准备成比例地增加。不列颠制度因为急于要防止银行在供应工业方面需用货币时可能发生的通货膨胀，于是使不让它们在完成另一职能时（即应付金融流通中变动性更大得多的需求时)具有伸缩的余地。从另一方面说来，美国的制度对于金融流通的扩张只不过是略加阻断而已。

美国的制度在维护工业稳定方面的作用更为明智而有效。从另一方面说来，人们也可以反对说，正因为如此，这种制度可能让资本膨胀发展到英国制度下不可能达到的地步。如果维持工业稳定和最适产量是我们的主要目的的话——整个说来我想应该如此——，那末，美国制度还是较为可取的。

必须补充指出的是：从数量方面来说，看美国统计数字时必须小心。根据《联邦储备局报告(1926)》第8页所载，定期存款的增加"在某种程度内只代表由于定期存款所需的准备比较低，以及会员银行加强鼓励储蓄账户这两个因素使活期存款转移到定期存款方面去的现象"①。然而由于规章的性质很严，规定三十天以内的通知存款都属于活期存款范围，因而对上述一点起了抵消作用。这种规定本质上是极其优良的，因为鼓励尽可能严格地划分储蓄

① 这一点已由帕克·威利斯教授证实，在"美国银行业大变革"(原载《银行家》杂志，1927年5月号第385页)一文中，他认为定期存款的增长在于银行之间的过度竞争，从而使它们不但提供高额利息并且还鼓励顾客将通常以活期方式储存的款项转移到定期范围中去。

存款和活期存款的制度是受人欢迎的。

此外，美国战后定期存款的增长率有一部分是由于目前会员银行在定期存款准备比低的刺激下，加强努力，从互助储蓄银行方面抢过这种业务而造成的。伯吉斯先生所发表的下表(原载《储备银行和金融市场》第 38 页)说明了两种储蓄存款合并后的结果：

(百万元)

年度	储蓄存款			个人存款	储蓄存款和定期存款在总额中所占百分比
	互助储蓄银行	商业银行定期存款	总额	总额	
1911	3,459	4,504	7,963	15,604	51
1914	3,910	4,802	8,712	18,891	46
1916	4,102	5,357	9,459	22,065	43
1918	4,382	7,153	11,535	24,518	47
1920	5,058	10,256	15,314	32,361	47
1922	5,818	11,761	17,579	36,336	48
1924	6,693	14,496	21,189	41,064	51
1926	7,525	17,171	24,696	47,472	52

这个表的意义主要也许在于说明了社会习惯在表中所提出变化情势之下是异常稳定，同时美国和大不列颠的相应数字也异常接近；因为我们如果为了使这些数字能和上表作更接近的比较、从而把不列颠的邮政储蓄银行存款也包括在内，那么相当于上表最后一栏的大不列颠战前与战后的百分比便都大致是 54① 左右，而美国则为 51 和 52。

三、其他国家——十分明显，各国的储蓄存款在银行存款总额中所占的正常百分比将随着银行界的习惯与传统不同而有很大

① 如果包括信托储蓄银行，这个数字就可能提高 1%—2%。

的差别。我没有把握引用欧洲各国的数字，因为银行统计数字在不同的国家中往往具有不同的意义。但德国方面却可以取得某些全面数字。1928年3月31日，八十三家信贷银行(包括柏林六家主要银行)二十二家州银行和省银行以及十七家票据交换所总共保有的存款为688百万英镑(不包括流通中的支票)，其中有39%是七天以内的通知存款，50%为七天以上、三个月以下的通知存款，还有11%是三个月以上的通知存款。至于澳大利亚方面，有息的定期存款有许多是定期一年或二年的；据估计，1927年时这种存款占存款总额285百万英镑的60%。

第二十四章　流通速度

一、应用于银行货币的“速度”的概念

“流通速度（或迅速程度）”这种说法最初通用时支票制度还没有发展，当时通货主要是由铸币和纸币构成的。这种“速度”所衡量的是一个铸币（或一张纸币）的平均换手频次，从而说明了通货在商业交易中的“效率”[1]。这是一个明确而不含糊的观念。但为了清晰起见，这一概念还必需只应用于实际用作**货币**的铸币和纸币，而不用于贮积。要不然的话，贮积量的增加（或减少）看来就会造成货币流通速度的降低（或增高），然而实质上贮积所引起的只是有效货币的供应或数量的减少（或增加）。因此，一般都在实际可行的范围内，把“流通速度”限于用在有效货币或实际流通中的货币；完全不在流通过程中仅只用作“价值储存手段”、因而没有速度的货币不包括在内，以免冲淡流通过程中的货币速度、从而混淆这个概念。计入贮积量的变化时是认为这种变化牵涉到流通货币的供应或数量的变化，而不是牵涉到流通货币的速度变化。例如计算印度的货币流通速度时，习惯办法是尽可能地除去贮积的卢

---

[1] 但是，还有一个极其古老的传统，赞成将“速度”看成与一个国家的年度收入对其现金储蓄所形成的比例数是相关联的。我在本章下一节中将回头来谈这一问题。参看霍尔特罗普的“早期经济文献中关于货币流通速度的理论”（《经济杂志历史增刊》，1929年9月）一文。其中在这个问题和其他问题上对速度这一概念的发展作了一个极其有趣的历史综述。

比。即使在公开铸币时期，流通货币存量通常也不包括国内贵族和平民作为价值储存手段而保有的贮积生金银锭和首饰。比如由于荒年而使这种贮积减少时，把事情说成是流通货币量增加比说成是流通速度增加更为合适。

当我们把这个概念扩展到银行货币方面来时，也发生一个类似的问题，那就是说：我们究竟应该用总存款还是用活期存款作为货币量的代表。有一种并非不普遍的看法是：把应用于银行货币方面的流通速度说成是用单位时间内的支票交易总额对银行存款总额的比数来衡量的，然后认为对于上述目的而言，全部存款都可以看成是处在实际流通过程中。[①] 在英国，存款账户和往来账户的统计数字没有分开，这种办法等于是在计算流通速度时把贮积当成现金，因为这样是把实际上的“价值储存手段”当成流通货币了，其结果是这种储存手段量的变化令人误解地以流通速度的变化的外貌出现。根据第 23 章已经说明的理由，这种不适当的概念会妨碍我们得出正确的结论。

为了避免这种困难，我建议应采用两个名词，即速度（V）和效能（E）；[②] 后者代表银行票据交换总额对存款总额的比数。这就让我们能不受妨碍地用“流通速度”一词来明确地表示真正作为现金的存款（即活期存款）的周转速度或周转率。因此就得出 $E=Vw$，其中的 w 为现金存款对存款总额的比例。如果把 E 说成是银行货币的效能或现金效能，这也并不是不适宜的说法。因

① 庇古教授采用这一办法（见《工业波动》第 15 章），而欧文·费雪教授则不采用，他把速度限于用在活期存款方面。

② 我在前面的一章中曾用 E 字代表“报酬”，希望这种符号的重复不会引起混淆。

为这一部分变得越大，则相当于给定量的银行货币的现金周转量就越大；——储蓄存款的增长将降低用作现金的银行货币的效能，而其下降则提高用作现金的银行货币的效能。

二、收入存款流通速度和营业存款流通速度的区别

然而，比现金存款流通速度(V)和总存款效能(E)之间的区别更为重要的是收入存款流通速度(V_1)和营业存款流通速度(V_2)之间的区别。V是两种十分不同的事物平均的结果，在某种意义下说来，它根本不是真正的速度。纵使 V_1 和 V_2 没有变化，但当分别代表收入存款和营业存款的活期存款的比例有所改变时，V仍然可能发生变化。正如同电车和火车的速度没有任何变化时，伦敦的火车和电车的乘客载运仍然可能由于乘客的比例增加而速度有所增加一样。

因此，我们如果和以前一样用 M_1、M_2、M_3 和M代表收入存款、营业存款、储蓄存款和总存款，M_1、M_2 和 M_3 的速度为 V_1、V_2 和零，M_1 和 M_2 的平均加权速度为V，M_1、M_2、M_3(即 M)的平均加权速度(或我所谓的效能)为E，于是，如果命B为现金交易或货币周转总量，则可得：

$$B = M_1V_1 + M_2V_2 = V(M_1 + M_2) = E(M_1 + M_2 + M_3) = EM。$$

从这里显然可以看出，纵使 V_1 和 V_2 恒定不变，E和V仍然可能由于 M_1、M_2、M_3 对M的比数的改变而有变化。因此，复合量V和E的变化：由于真正速度 V_1 和 V_2 的改变而引起的变化就必须和 $\frac{M_1}{M}$、$\frac{M_2}{M}$ 和 $\frac{M_3}{M}$ 的改变所引起的变化区别开来。

我想，这种区别可以使我们澄清一个极古老的混淆概念。正

如霍尔特罗普博士所指出的,[①] 从这一问题最早的文献中可以看出，货币学理论家在两种倾向之间摇摆不定；一种倾向认为速度(或迅速程度)是国家货币存量和国民收入之间的一种关系；另一种倾向认为速度是货币存量和交易总额之间的一种关系。早期作家主要受前一概念的影响,但到19世纪时,后一概念流行于世;到现在、特别是在当代的美国文献中,这概念已经被欧文·费雪教授的著作相当巩固地确定了。然而非但是在约翰·斯图亚特·穆勒的著作中,而且连熊彼特教授和庇古教授的著作中,都仍然可以清楚地看到前一概念的痕迹。后两人的情形往下就可以看到。

混淆的成分是这样：如果我们所注意的是平均货币存量和国民收入之间的关系，那么我们所指的前者就必然是作为取得收入者的公众成员所持有的存量的平均数,即收入存款,而不是包括营业存款的总货币存量。取得收入者的年收入总额和他们所持有的货币存量平均数之间的关系是一回事，各方面的总交易之流与各种用途的平均货币存量之间的关系是另一回事；前者我们称之为收入存款流通速度，后者则称之为活期存款流通速度。但收入者的年收入总量与为各种用途的平均货币存量之间的关系则是一个没有具体意义的混杂概念。可是这样的东西在经济文献中却一再出现。例如庇古教授在最近关于这一问题的讨论(《工业波动》第十五章)中区别了三种“速度”。他那第一种意义下的速度(见上引书第152页）是用一个社会的货币收入对货币总存量的比数来衡量的，我认为这是他所喜欢的一种。他的第二种速度是用商品的价值出售为现金收入对货币总存量的比数来衡量的。第三种速度

① 见前引书各页。

则是用各种出售为现金的商品量的货币价值对货币总存量的比数来衡量的。其中第三种速度在我的术语中是活期存款的流通速度(V)。如果庇古教授把储蓄存款包括在“货币”中，这速度就是银行货币的效能(E)。但第一种速度用我的符号来表示时＝$\frac{M_1}{M}V_1$，因之便是两种完全不同事物的乘积。这就好象把电车乘客的小时一人一哩数除以电车和火车乘客的总数，并把得数称之“速度”一样。熊彼特教授在用这个名词时，我认为方式也差不多和这相同①。

三、收入存款的流通速度

目前由于与营业存款区分的收入存款量不论在哪个国家中都是连一个估计数字也无法得到，所以要把它们的总数和国民收入作比较以便直接计算它们的速度的事是无法实现的。然而，当我们普遍考虑了自己对该社会的习惯所知道的情况后，关于这速度大概会处在哪种近似极限值之内的问题，却可以作出某种估计。

收入存款的流通速度是一个社会有关下列各事项的习惯的函数：1. 工薪资发放时隔(按周、按月或按季等)，② 2. 前后两个收入

① 我不能十分肯定，福斯特和卡钦斯在《论利润》一书中所使用的“货币周转速度”的说法，是用我所说的意义提出的，还是用庇古教授和熊彼特教授所说的意义提出的。

② 威廉·配第爵士在他的《献给英明人士》一书中，十分清楚地理解了这一点，霍尔特罗普博士在他讨论流通中的货币是否敷用的问题的那一节中引用他的话(见前书)：“假定消费是4000万，如果周转的周期很短，就象礼拜六领取工资的贫苦艺术家和工人那样每星期一次，那么一百万的40/52就可以应付这些用途了。如果象我们付租和收税的习惯那样，周期是一个季度，那就需要1000万。因此假定一般的支付是一周到十三周之间，那么一百万镑的40/52加上1000万镑，以二除之，就约为550万镑；这样一来，如果我们有550万镑也就够用了”。

日期之间的支出是否规律，以及 3. 一收入日期至另一收入日期之间的收入中继续储存的比例等，更严格的表示法是这样：

命 R＝有关年收入

x＝每年收入发放次数（如按周支付，则 $x=52$）

假定收入在两个领受日期间按有规律的平衡速率花费，而变动又集中在每一收入领受期的续储量上，也就是集中在取得收入前夕手中所持有的存款量上（这一假定不过是为了算术上的方便而已），那么命如此续储的平均量为 $\frac{R}{y}$，则得：

收入存款平均水准为$\left(\frac{1}{2x}+\frac{1}{y}\right)R$，因之其速度 $V_1=\frac{2xy}{2x+y}$。

V_1 在各种不同的假定下的数值是容易计算出来的。如果按周取得收入（也就是 $x=52$），而 $\frac{R}{y}$ 又是三个星期的收入，则得 $V_1=15$（约数）；如果 $\frac{R}{y}$ 是一个星期的所得，则得 $V_1=35$。如果收入是按月取得的（也就是 $x=12$），而 $\frac{R}{y}$ 又是两个星期的收入，则得 $V_1=12$。如果收入是按季度取得的（也就是 $x=4$），而 $\frac{R}{y}$ 又是一个月的收入，则得 $V_1=5$（约数）。读者无妨任意作出自己认为说得过去的其他假设。显然，取得收入的时隔越短，则平均续储总数对每次收入量的比数就愈大，因为对于一定量的收入说来，支出款项的时隔比取得收入的时隔更长，如假日支出就是这样。

通过选样调查，不难确定典型阶级的典型成员一般以现金与活期存款方式持有其年收入的比数。如果这一点办不到，我就不揣冒昧地推测如果把钞票和银行存款余额都包括在收入存款的定义中，那么目前英国的 V_1 年值大约是 12 左右，按周工资的获得者的数值可能是 17，按月或按季领取所得的人的数值 10，其余不细

举。这就是说，按周工资的获得者平均持有的现金大约等于三个星期的所得．而社会上其余的人所持有的现金和本期银行存款余额则约为五个星期的所得。整个社会的平均数接近于一个月的所得。[①] 这些数字是一年平均持有的余额，它跟季度薪资发放日大大超过此数的余额等等基本上是可以相容的。

当然，这些数字在统计数据缺乏的情况下，只不过是一些猜测数字，目的在于说明有关数量的可能情况。并促使人们在将来提出较准确的统计数字。然而上面提出的数字和已知事实是相当符合的。因为我们如果假定没有在银行立账户的按周工资获得者的收入每年为十七亿英镑而其余则每年为三十亿英镑；[②] 那么根据上述情形推论起来，前一阶层作为现金收入而持有的钞票平均量就会是一亿英镑，而后者所持有的钞票和收入存款的平均量则为三亿英镑，其中银行存款可以定为二亿七千五百万英镑，钞票则为两千五百万英镑。因为实际钞票流通量（即不由银行持有而处在流通过程中的钞票），大概是两亿五千万英镑左右。按上述假定说来，以其他方式持有的钞票就是一亿二千五百万镑，其中营业现金大约是一亿英镑，现金储备（即没有在银行立账户的人所持有的贮积）约为两千五百万镑。同时在往来账户上的银行结余大约为十亿零七千五百万英镑（年平均数），所以用于营业存款和伪装的储蓄存款的量就是八亿英镑。所有这些数字看来都是完全说得过去的。因为如果把薪资阶级的流通速度提高到15，就可能要把银行

① 这个数字对按周工资的获得者说来也许太高，而对其余的人则略嫌太低。如果是这样，则为营业目的而持有的纸币必然超过我的估计。

② 这两个数字加起来，就超过了这个国家的纯收入，因为这一计算所涉及的是尚未减去国债等的利息的总收入。

收入存款降低到一亿七千五百万英镑(似乎太低)，并将营业存款等提高为九亿英镑。从另一方面说来，如果降低按周工资获得者的流通速度，似乎难以符合于众所周知的钞票发行情况；至于将薪资阶级的速度作任何重大降低，就会使银行收入存款相对于营业存款的数字说来提高到显然不可能存在的地步。如果必需作任何修正时，就多半是在于增加工资获得者的估计速度方面。只有这样才能改变实际流通中的钞票在报酬获得者和企业之间的平均分配额，而不致影响到上述有关银行货币的一般结论。

我们在第三章中说明储蓄存款和收入存款的定义时，曾指出这两者之间的分界线是不完全严格的。一个持有储蓄存款、而在有必要时又可取用的人可能认为这种存款是为了节约收入存款量而保持的。所以在这里提出一些有关储蓄存款量的统计数字是恰当的。根据我们往下（24页）的估计，1926年英国的存款账户约达八亿五千万英镑，但这些存款并非全部为私人所持有。邮局和信托储蓄银行中的储蓄存款大致相当于没有立银行账户的按周工资获得者所持有的存款，在1926年约为三亿七千万英镑（包括爱尔兰）。因此，私人储蓄存款总额可能在十亿英镑左右，约等于年收入四分之一。因此，如果我们估计正确的话，那末包括现金收入在内的收入存款为数在年收入的1/10至1/12之间，而储蓄存款则约为年收入的1/4。

有些必须储存款项来应付的重大支出，其支付时隔比大多数工资和薪金付给的时隔更长这一事实显然使流通速度降低到应有的情形以下。其中最为重要的项目大概是按季支付的租金，半年一付的地方税和所得税，每年一付的保险费，假期和圣诞节的花

费。根据伯吉斯先生的说法，(见上书第 75 页)纽约及其他城市的百货商店在 12 月份一个月的营业额通常约为全年营业额的七分之一。间隔长达一季度的薪资支付、长达一年的农产品收入以及通常长达半年(在大不列颠)的利息和股息支付等也具有减少流通速度的作用。正如已经指出的，普通个人的收入和支出的日期越接近，则平均现金需要相对于收入的比例就越小，流通速度也就因之越大。由此可见，流通速度在很大程度内是社会习惯和例规的函数。

由于这一原因，我们就可以预计，收入存款的逐年流通速度相对说来是稳定的，只是在较长时期内，由于习惯的逐渐改变有可能显示一种明确的趋势。但这一结论还要以一个重要的条件为前提。许多个人不能或者不愿迅速调整他们的消费以适应收入的改变，收入下降时特别是这样。因此，当货币收入改变的时候，一个所得领受日期的续储总量相对于下一日期的总量的情形也趋向于朝同一方向变化。也就是说，所得下降的第一个冲量将落在所得余额之上，所得增加的第一批增益也是这样。比方说，如果失业和萧条使工人阶级的现金平均贮存量从三周半的收入数目降低到二周半的收入数目，中产阶级的现金贮存量则从五周降低到四周的收入量，其结果就会使相应的流通速度分别从 15 增加到 20，和从 10 增加到 13，平均从 12 增到 15。同样的道理，在繁荣时，流通速度可能降低到正常水准以下去。但我们却没有理由预计反常的数值可以持久存在。

四、营业存款的速度

关于营业存款，我们没有相当于个人消费者可能持有的余额量对于收入量的比数那种可靠数据来作为我们推测的根据。然而如果有关于收入存款和储蓄存款的推测可以认为可靠的话，我们便可以从存款总额和票据交换总额的可用统计数字中推算出营业存款的数量和速度。

我们的数字中可能有许多漏洞和很大的误差边际，但在这里我们也有可能对有关的量值作出相当好的推测，而这就是我们进行一般讨论时所需要的一切。

（一）大不列颠

首先我们将从活期存款流通速度的计算开始，也就是从收入存款和营业存款的流通速度 V_1 和 V_2 的平均加权值开始。下表(第 25 页)是关于英格兰和威尔士的数字：①

这些数值对于说明活期存款流通速度的可变性是有价值的。因之，假定收入存款的流通速度大致不变的话，对于计算营业存款流通速度的可变性说来也是有价值的。但在我们没有对这一速度的绝对值作出估计之前，还必须作出某些校正。首先，我们已经说过，票据交换总额并不包括全部支票交往额，因为它们不包括一家银行内各主顾之间的内部票据交换，以及没有正式票据交换所之处的地区行际票据交换额。现在大部分业务只由很少几家(五家)银行执行，其中必然会存在严重的误差。为了求得支票交换总额，

① 大不列颠的数值如果包括苏格兰在内就可能大 10%左右。

（百万英镑）

	(1)	(2)	(3) 活期存款		(4)
	票据交换总额*	12月31日存款总额	总额%	量	粗略速度（1栏对3栏比数）
1909	14,215	711	52	370	38
1913	17,336	836	52	435	40
1920	42,151	2012	62	1247	34
1921	36,717	2023	56	1133	32
1922	38,958	1885	56	1056	37
1923	38,429	1856	57	1058	36
1924	41,414	1843	56	1032	40
1925	42,302	1835	55	1009	42
1926	41,453	1878	54	1014	41
1927	43,261	1923	54	1038	42
1928	45,879	1982	53	1050	44
1929	46,495	1940	52	1019	46

* 包括地方票据交换额

我们大概至少必须将票据交换总额增加 35%，① 使英格兰和威尔士在 1926 年至 1928 年的平均总额变成五百八十七亿二千五百万英镑。其次，肯定地说，每年 12 月 31 日所公布的存款总额夸大了该年的平均数值，大概高出 6%，也许可能高出达 10%。因此，如果我们将上表的第一栏提高 35%，并将第二栏和第三栏降低 6%，则第四栏所提出粗略速度将增加 43%。这样一来，我们对 1924 至 1929 年的活期存款平均流通速度的最好的估计每年便大致提高到 60。

关于整个英国银行体系的这些估计数字可以与作者经巴克莱

① 即使是在银行众多的美国，据估计支取的支票也只有 2/3 左右是通过票据交易所的（参看劳伦斯《借来的准备金和银行的扩张》一文，原载《经济学季刊》 1928 年第 614 页）。

银行惠允提供的某些更严格的数字相比较。这家银行编出了通过账面的全年借方总额，也就是支票交易总额，而不仅仅是通过票据交换的年度总额。这些总额可以用往来账户存款额的实际平均量来除。其结果如下：

英格兰的往来账户流通速度

	巴克莱银行实际数字	全体银行*（估计）
1924	49	57
1925	51	60
1926	55	59
1927	58	60
1928	58	63

* 这一栏和上面计算一样是粗略速度增加43%后的得数。当本书这一部正在付印时，有消息宣布全体银行已经决定公布全部借方数字。

银行营业办法中有一种方式是要求顾客在往来账户保持一个最低余额作为其报酬，而不采用其他报酬办法；这方式的采用程度如何显然对该银行的流通速度有影响，同时，该行参与证券交易以及其他金融交易等高速度营业的程度也将大大影响其流通速度。

根据上述情形和前面有关收入存款的估计，我们可以对于营业存款流通速度推算出一个估计数字。我们前面的论证指出大不列颠在 1926 年至 1928 年的近似值的整数如下：①

支票交易总额	64,500（百万英镑）
往来账户总额	1,075（百万英镑）
银行活期存款流通速度	60
银行收入存款	275（百万英镑）
银行收入存款流通速度	11②

① 上面所提出的有关英格兰和威尔士的票据交换和现金存款数字增加了 10% 以便计入苏格兰。

② 如果我们把兑取钞票的支票兑现作为包括在收入存款的支票交易包括在内，

收入存款的支票交易量	3,000(百万英镑)
营业存款	800(百万英镑)
营业存款的支票交易量	161,500(百万英镑)
营业存款的流通速度	77

总起来说，在现有的统计资料的基础上，我们所能作出的最好推测是：英国的银行收入存款、营业存款和储蓄存款量之间的大致比例是 1:3:4 ($M_3=4M_1$，$M_2=3M_1$) 而它们的速度则为(V_1) 11，(V_2) 70—80，和零①。但是读者不可因为这些有关不同存款类型的正常比例的推测，而忘记我们的分析的一个主要内容，也就是说：这些比例在限度之内是可变的。其结果是：E $\left(=\frac{M_1V_1+M_2V_2}{M_1+M_2+M_3}\right)$ 或 $\left(=\frac{M_1V_1+M_2V_2}{M_1+M_2}\right)$ 两式中的变化，可能不仅仅是由于 V_1 和 V_2 的变化而产生的，它们也会由于 M_1、M_2 及 M_3 的比例有变化而产生。诚然，我所赞成的意见乃是：为某种目的而持有的银行存款的流通速度除非经过很长的时期以外不容易有很大程度的改变。同时我们在通货效能 (E) 或整个活期存款速度 (V) 中所观察到的短期急剧变动，往往主要是各种不同目的的存款比例方面的变化所造成的。我们将在本章第五节中再回头来讨论这个问题。

应当提醒读者的是：以上说的“往来账户”流通速度是按英国银行一般接受的意义来讨论的。因此“现金账款”的流通速度就会

而把前面的计算中各种货币互兑的数字除去，那么这一速度便和我们原先对收入现金流通速度提出的估计数字 10 相符合。

① 亚当·斯密在其名著《国富论》的一段话中断言，营业现金的流通速度比收入者的现金的流通速度小。但是他支持这一说法的论点是后者的单分交易量较小，而且“小款项比大款项循环得更快”。这种论点是不能令人信服的，而且在他当时大概就是无效的。

与此不同(见第3章)。原因是我们必须将顾客根据协议为酬劳银行而保持的固定最低额存款包括在“往来账户”之内,而我们又没有计入未用的透支账款。这两种误差的来源也许可以认为大致上可以互相抵消。

(二) 美国

美国相应数字所根据的统计材料比上述数字更为可靠，在这方面正和许多其他货币统计一样，首倡工作是费雪教授完成的。[①]后来伯吉斯博士[②]对于1919年1月至1923年2月这一时期进行了仔细的统计研究。象这一个时期里数字当然不仅会显示出重大的季节性变动,而且会显示出很大的周期性变动(最大量和最小量之间的季节性变动约为20%,周期性变动则至少为30%)。但是,关于这一时期的平均速度,伯吉斯博士作出结论说:全国每年约在25至35次之间,30次以下的可能性比30次以上的可能性大。然而这个平均数字却掩盖了该国不同地区间大幅度的变化，其变幅为从纽约的74和芝加哥的46到布法罗和罗切斯特的20以及锡拉丘兹的10。

最近斯奈德先生作了进一步的考查，比伯吉斯博士所讨论的时期增加三年，包括1919至1926这一段期间。据斯奈德先生的数字(自称误差不超过5%)明确地证实了伯吉斯的数字。但这些数字更加明白地说明了美国不同地区的平均数相差是怎样地大，

① 费雪教授的估计数字太高。因为我对英国的估计所根据的基础并不比费雪教授25年前对美国的估计更好,所以它们也都可能发生相同的缺点。

② “银行存款流通速度”见《美国统计学会会刊》1923年6月号。

情形有如下表所示①：

美国的活期存款

年　度	流通速度			全国	
	纽约市	包括纽约在内的141个城市	全国	支票支付量（10亿美元）	活期存款量（10亿美元）
1919	75.2	42.3	28.8	546.8	18.99
1920	74.1	41.9	27.9	587.7	21.08
1921	68.3	38.5	24.7	484.0	19.63
1922	75.8	40.5	26.1	533.9	20.47
1923	79.1	41.4	25.8	570.3	22.11
1924	79.6	40.9	25.5	600.1	23.53
1925	87.7	44.2	25.1	653.4	25.98
1926	—	—	27.2	695.3	25.57
1919—25的平均数	77.1	41.4	26.3	—	—

我们可以看出，纽约市的平均数字（以商业存款为主）是77.1，非常接近我为大不列颠营业存款的流通速度的数字——77②。此外对纽约市各银行开出的支票约占全美国所开出的支票40%—50%③。

伯吉斯博士举了一个例子来说明速度随有关存款类型而发生的可变性。他指出④：在财政部的余额中速度每年约为300次

① 包括纽约在内141个城市的数字采自斯奈德著：《商业循环及其衡量》第294页。全国的数字采自密契尔的论《商业循环》第126页。我知道前者是按年分别计算的，而后者主要是根据1922年持有总存款4/5的240多个城市一次计算出来的。后来斯奈德（《经济统计评论》1928年2月号）又把1927年的支票支付量计算为7,660亿美元，而这一年全国的平均速度则计算为30左右。

② 这两个数字之所以极其接近乃是偶然的巧合。我忘记了美国的数字是多少，而且，直到我算出英国的数字之前也没有查阅美国的数字，以免受到影响。

③ 见斯奈德的文章，原载《经济统计评论》1928年2月第41页。

④ 见《准备银行与货币市场》第91页。

左右。

其次，让我们十分粗略地（为的是抛砖引玉）分别计算一下美国1923年的收入存款和营业存款。实际流通中的铸币和钞票的总额约达37亿美元。其中也许可以假设有20亿美元一般是作为个人收入的现金而持有的（也就是公众在贮积之外所持有的流通现金）。如果流通速度和英国的假设数字大致相同(15)，那么以这种方式支出的收入总额就是300亿美元①。净收入既然是700亿美元，那末除了收入毛值的增加和各种重复的支付之外，就大概会剩下550亿美元的个人收入项下的交易额，它们是用支票支付的。②如果假定美国的速度与英国的速度相同(10)，那末在总数220亿之中收入存款就会占55亿，和英国的比率大致相同。此外，剩下的营业存款就会是165亿，开出的支票为5150亿，根据这一数目算出的速度为31③，大大低于英国的数字77。但是，只要大致地看一看数字，而无须作详细的假设就可以明显看出英国的营业存款平均速度必然远大于美国。不难想像这一部分可能是由于英国

① 这个数字与密契尔对各种用途的现金所计算速度26相符合是有道理的，因为个人收入的现金中支付给营业现金的每一笔款项都会由与营业现金中支付给个人收入的现金的款相抵消。所以上述数字便完全可以说明密彻尔所估计的总数94中的600亿周转额。无论如何，在这方面用30亿就是够高的比率了。

② 我完全独立地作出以上的推测以后，就发现这个数字为密契尔所证实，他把我所谓的个人收入的计算为总额的10%，在1923年约为570亿。他做出估计的整个一节都很有意义，值得摘引出来(见《商业循环》第149页。)：估计零售额在支付总额所占的比例为1/20零一点，而支付给个人的货币则约为1/10。即使是个人收入后又付出货币而构成的循环流通量，在平常营业年度总支付额中似乎也只占1/6。这些相当严格的比率数字是可能有毛病的，然而其他营业交易所引起的支付却似乎肯定比个人收入的收受和付出所引起的支付额多若干倍。

③ 如果我们将个人收入存款的速度降低为6，那末根据以上的假设，就必须将营业存款的速度上升为40。

更多地利用透支，但更加可能的是由于美国的交易距离较长，这意味着货币效能由于邮递支票的迟延而受到的损失要大得多。[1] 在这种情形下，运用航空邮寄就可能使进行一定量营业所需要的平均余额量发生革命性的变化。

如果我们只看 141 个城市的情形，那么假定活期存款的1/4为收入存款、其流通速度为 10，营业存款的流通速度计算出来就是 55，这就较为接近英国数字了。

值得注意的是，我们为大不列颠所估计的总收入存款(现金和银行余额一起在内)是 4 亿英镑，而净收入则为 40 亿，占 1/10；至于美国的存款总数（1923年）则为 75 亿美元，净收入为 700 亿美元，占 11%。这些数字相当符合，可以大致证实这些推测的量值可能是相当准确的，而我所要求的也就不过如此而已。

五、营业存款速度的可变性

以上我们已经尽力估计了营业存款流通速度(V_2)的概况。但关于其可变性，除非是作为从全部活期存款方面已观察到的可变性中推论出来的结论，否则就没有直接的证据。

因此，我们首先必须研究英国统计数字所说明的活期存款流通速度的可变性。用现有的统计数字，我们最多只能取得银行票据交换总额的指数再除以往来帐户量[2] 的指数（根据上页所提出的往来帐户对总存款账的估计比例)；还有一种办法是取得地方票

① 当我寄出一张支票之后，我就把它看成已从余额中除去，但在你的银行没有收到支票之前，却不能当作已归入你的余额之中。

② 这个指数是根据 9 个清算银行按月平均数算得的，与第 25 页根据各银行年终数字算得的指数略有不同，但无重大差别。

据交换额的指数（因为没有地方支票存款统计数字可用），除以同一数字。第一组数字可以为总营业存款额的速度可变性提供数据；但这数据由于城市金融交易额的遮蔽，不可能作为令人满意的工业营业存款或营业存款A（根据第一卷的名称）的速度数据。至于第二组数字预计可以更好地说明营业存款速度A，却又由于假定地方支票存款与全部支票存款的变化程度相同而受到损害。就其本身的价值而言结果有如下表所列：

英格兰和威尔士(1924=100)

年度	银行票据交换总额	地区与地方银行票据交换额*	活期存款的估算水准	活期存款流通速度，根据:	
				票据交换总额	地区与地方票据交换额
1920	102	152	111	91	137
1921	88	101	108	87.5	93
1922	93	96	106	87	91
1923	92	96	102	90	94
1924	100	100	100	100	100
1925	102	101	97	105	104
1926	101	93	96	105	97
1927	105	98	99	106	99
1928	111	98	100	111	98
1929	112	98	100	112	98

* 地方票据交换额到1921年止是根据5个城市的资料，往后则是根据11个城市的资料。

上表中根据地区与地方票据交换额算得的速度使我们在可能范围内对于工业流通的速度可变性得到了最好的估计；至于根据票据交换总额算得的速度则说明了这种总额中金融流通和工业流通的交易所占比例产生的效果。

以地区与地方票据交换额为根据的速度变化所表现的一般方

向，令人满意地证实了第三篇和第四篇的结论。也就是说：获得企业利润时流通速度预计应比遭受损失时高。地方支票交换额相对说来不受大宗金融交易的影响，其程度可以由下表中的数字说明。这是 1928 年两个选定的检验日期的支票转移平均值：

	1928年1月3日*		1928年8月24日 ‡	
	宗　数	平均值	宗　数	平均值
城市票据交换额	322,000	538英镑	116,000	911英镑
首都票据交换额	234,000	35英镑	129,000	34英镑
地方票据交换额	488,000	31英镑	297,000	25英镑

* 选定为典型的高移转量日。‡ 选定为典型的低移转量日。这一点在服从一个限制条件的情形下，得到票据交换所秘书霍兰-马丁的证实。他在 1928 年的报告中说道：

"必须提醒的是：城市的数字一天天地更加增大，原因是人们为了容易计算起见而日益增多地按每次交易使用支票、而不按交易余额使用支票。因此它们就不能用作贸易动态的指标。地区和地方票据交换额则是更为可靠的指标，但要是象去年底某一地区所发生的那样：各厂商之间由于营业购销而移转了巨额支票，使数字膨胀，那么这些数字便也会被推翻。"

说到这里就发生了一个问题：从活期存款速度中所观察到的变化是否真正反映营业存款速度的变化？抑或是它们反映了营业存款与收入存款或不同种类的营业存款的比例金额的变化？统计数字本身不能回答这个问题。但是第一，在速度不变的情况下，我们就可以计算出营业存款和收入存款的比例金额要有怎样的变化才能产生所观察到的结果；其次，假定两种存款之间比例和收入存款的速度不变，我们就可以算出其中包含着什么样的营业存款流通速度的变化。

关于这两个计算中的第一个，让我假定收入存款和营业存款之间的正常关系是后者的数量为前者的二倍，而后者的速度则为前者的七倍（两个速度分别为恒量77和11）。由于$V=\frac{M_1V_1+M_2V_2}{M_1+M_2}$,$V=\frac{11(M_1+7M_2)}{M_1+M_2}$；因此V从60降为55时就意味着$\frac{M_2}{M_1}$大约从3变到2;而V由60升到64时,则意味着$\frac{M_2}{M_1}$大约从3变到4。

其次,让我们假定收入存款和营业存款的相对数量是恒定的,那么如果认为营业存款(M_2)为收入存款(M_1)的3倍,而后者(V_1)的速度又为11时,则由于$V_2=\frac{1}{M_2}\left\{(M_1+M_2)V-M_1V_1\right\}$，所以$V_2=\frac{1}{3}(4V-11)$。其结果是,如果活期存款(V)从60变到55,我们就可以按照这些假定推论出营业存款速度（V_2）从76变到70;如果V从60变到64,V_2就从76变到82。

此外，正如同活期存款可以分析为具有不同速度的收入存款和营业存款一样，营业存款也可以分析为具有不同速度的工业存款和金融存款。这就是我在第一卷中称为营业存款A和营业存款B的两种存款。前者属于工业流通、后者属于金融流通。因此，我们从营业存款速度中所观察到的变动可能是由于金融存款和工业存款比例金额的变动所造成的，而这两种不同形式存款的速度并无需有任何变动。由于金融存款的流通速度可能比工业存款的流通速度大得多,所以这一点又可能很重要。

根据可用的统计资料，我们已经无法把我们的归纳说明往前推进一步了。但以上所说的就足以表明:要解释已观察到的事实，

真正速度并不必需要有重大的变动，因为它们也可以由用途不同的存款比例的变动来解释。因此，繁荣时期所看到活期存款流通速度上升和萧条时期所看到的下降，可能只有一部分是由于真正速度的变化。其中有一部分变化可以认为是营业存款B交易量增加所造成的，另一部分则证实了我们以前的预计，工业流通的交易值相对于收入存款而言在盈利时期将增加，在亏本时期则将相对下降。

六、真正速度的决定因素

因此，重要的问题在于辨别各种不同用途的货币的“平均”速度和特别用途的货币的“真正”速度（后者的意义是特别类型的交易量与其所用货币量的比数），因为“平均”速度的变动可能不是由于“真正”速度发生变动的缘故，而是由于不同类型的交易的相对重要性发生变动的缘故。但现在我们必须稍稍深入地研究一下可能使真正速度发生变动的因素。

当存款者决定，按照预期交易额的比例说来应保持多少余额（两者都用货币计算）时对他发生影响的因素，一部分是以一定的便利程度进行营业所需的余额量，另一部分则是这一数量的资金以各种方式冻结起来后所引起的牺牲程度。因此一定类型的交易所保持的与交易量成比例的余额水准（即这种用途下的真正速度）是由所获得的便利与所遭受的牺牲之间的边际平衡关系来确定的。便利与牺牲两者的程度都是有变化的，但是后者的可变性可能比前者大得多。经验证明，当牺牲大的时候，企业界维持营业所需的余额，只是牺牲微小、以致可以肆意求得便利时所保持的余额

的一小部分。

便利方面的考虑主要是由渐次改变的社会习惯和商业习惯支配的。但还有一种作用较快的短期影响因素，那就是营业兴旺时，企业界可以用相同数量的现金账款来完成更大的交易而不致使便利程度有任何损失。

然而营业兴旺与速度增加之间已观察到的相互联系，就其形成原因是“真正”速度增加这一范围来说，大概也可以用以下事实来说明：在营业兴旺时期，把可以转化为营运资本的真实资金支配权以现金形式固定保持着所引起的牺牲较大。因此，我们就必须转而研究这样一个问题，即：相对于这种资金支配权使用于其他方面的情形而言，可能有哪些原因使保持余额所引起的牺牲发生变化。我们特别应该考虑的影响是：(一)营运资本需求的变化和贴现率的变化，(二)未来物价行情的预期。

在(一)项之下具有一种牺牲的成份，因为就存款者个人而言，保持余额就会把本来可以用于定期存款、投资或扩充营业等其他方面的资金支配权弃置不用。当营业不振、投资无吸引力时，则保持活期存款的代价只是不把现金用于储蓄存款、期票或其他短期流动投资而引起的利息方面的牺牲。如果在同一时期内贴现率和存款利息都低的话，那末决定余额对营业额的比例时，便利条件方面的考虑就可以发生作用。另一方面，如果营业兴旺发展、因而需要将公司或个人的全部资金用作有效营运资本，同时借贷能力又已经使用到最大限度，而贷款的利息又很高的时候，就会有一种强大动机将余额限制到以任何方法实际可能达到的最低水平，甚至不惜动用紧急贮备。这样就可以用同一真实余额进行更多的交

易，或用同一货币余额进行价款更高的交易；后者就是降低货币余额对货币营业额的比例。

当营运资本的需求强烈，而且有超过供应之势的时候，这些节省余额的动机的压力对于物价就可能发生重大的影响。显然，这种情况可能和同时出现的交易量增加有关联，但却不一定有关联。这就可以部分地解释，为什么企图在V和交易量T的可变性之间寻求严格相互联系的人，在某些时期能发现统计数字如他所预期那样地证实了自己的说法，而在另一些时期却又办不到。例如，美国在1920年的繁荣时期，交易量的增加就曾与营运资本的供应紧张伴随出现，其结果是V和T看来发生一致的变动。但在1921—22年的萧条之后出现的恢复时期里，交易量回升到原先的高度水平，这回却没有伴随出现可贷放资金供应的紧张状况；其结果是：人们所认为的V与T之间的相互联系在前一时期似乎已经证实之后，现在又不能成立了。换句话说，使速度增加的是信用紧张状况。

由此可见，(一)项下的牺牲量取决于其他运用资金的机会的竞争程度。然而(二)项下的牺牲量却取决于人们对余额的真实价值是否有贬值的预期或恐惧，也就是取决于物价水准上涨的可能性。

后一原因造成的真实余额下降，在欧洲战后因所谓“抛出”一种通货而造成的对通货不信任的经历中当然达到了极点。但存款者有时由于害怕如果把购买推延一段时期，当时的物价就会对他们发生不利的变动，因而倾向于购买超过当时正常的需要，这时也会发生同样的现象。在一定程度内，这种现象会逐步变为(一)项

下所讨论的营运资本的需求增长。但是这两种影响还是可以根据以下情况加以区别：即商品需求的增加究竟是由于营业兴旺、因而必需增加供应量的缘故；还是由于预计物价上涨、因而使购买的商品超过当时的真正需求量的缘故。这两种现象显然往往趋向于同时并存。

除开货币贬值的恐惧很严重这一极端情况以外，我还不大清楚，这种原因通过速度的增加(或减少)对物价所发生的直接影响是否重要。它只有在人们购进的商品量超过正常营业所需的量，并储积所谓现货时，才会发生作用。这种现象是不会大规模发生的，因为这决不能与投机或期货市场上的先期购销混为一谈。

然而，在极端情况之下，当物价水平上涨的预期普遍存在、一般平民由于害怕手头现金余额价值贬低，因而一拿到现金就立即将其变为商品或证券时，这种影响对于降低真实余额(同时增加速度)，从而提高物价方面，可能发生灾变性的后果。这方面近来的事例已经是人所周知的了，无需进一步论述①。当惊惧心理一旦发生之后，物价水准上涨的趋势比通货膨胀的速度更快；而在惊惧心理已经普遍发展之后，这种上涨趋势就还会迅速得多。当这个阶段已经达到之后，甚至连限制通货进一步发行的办法，在它没有使公众的信任恢复之前，也难于阻止物价上涨。通货紧缩、高额银行利率、统制汇兑、统制物价等措施，基本上应当根据它们使公众将其真实余额恢复到正常水准的效果来判断，而不应当根据它们对其他货币要素的反应来判断。

在法国这样的国家里，通货效能一般是相当低的，主要是因为

① 我在我所著的《货币改革论》第2章中已有论述。

人们愿意储积纸币；在这种情形下货币价值特别容易受到不信任心情的影响，因为货币效能可以大大增加而无需使任何人受到任何真正的不便。

第二十五章　银行货币对准备金的比率

以往粗浅的货币数量学说虽然以“其他情况相等”的说法来解脱自己，然而还是很容易提出这样的说法：货币数量总额(M)乃是现金账款供应方面主要的(如果不是唯一的)决定性因素。在战时财政以及战后通货膨胀的情况之下，实际经验中所见到的物价波动，并不总是密切地与货币数量总额对生产量的比数相呼应，现在这种变动几乎使每个人都更为不偏不倚地看待货币的其他因素的相对重要性了。然而货币数量总额纵使不是支配一切的因素，要是从长远说来，它仍然至少是一个显著的因素，而且特别具有实际意义，因为它是**最容易控制**的因素。

因此，我们现在就不妨确定一下控制货币总量的原因。在本章及后面的一章里，我们将分为两个阶段来讨论，首先研究银行货币的数量与准备金的数量具有什么关系，其次(在第七篇第三十二章里)研究准备金的数量是受什么因素决定的。

在第二章里，我们已经看到：现代银行制度下的会员银行存款总量取决于会员银行所打算保持的准备比（就是准备金对存款的比率)和准备金(其形式是现金和中央银行存款)的数量。因为，如果任何一家银行发觉自己所保有的准备金额已经超过了这个比率的时候，它就会象第二章所叙述的那样，开始放松尺度，进行贷款

和投资，以便"创造"更多的存款。这样一来，就会使其他银行的准备金也增加，从而使它们引致更多的存款。象这样发展下去，直到整个银行体系中恢复了正常的准备比为止。这样说来，第一家银行对本行所出现的超额准备金虽然不能增设足够倍数（以准备比的倒数衡量）的存款，但由于它一旦放松尺度进行贷款时，其超过的准备金有一部分就会流往其他银行。而在整个银行体系中存在超额准备金时就会发生一种反应，使存款总量按照原先准备金增加的那一比例增加起来（从后者的始增量中已减去准备金由于存款水平较高而流往实际流通过程的现金的任何损失数字）；因为不达到这种状况，有些银行就会发现自己的准备比高于正常数额。因此，超过比例的准备金以及贷款和存款的增额最后将按适当的比例为这个银行体系中的全体银行所分摊，至于开始发动这一过程的银行究竟是哪一个则无关重要。有些银行家对于以上各条推论倾向于保持异议，但是他们的反对意见弄清楚之后往往是这样一种争论：任何一家银行发现自己有超额准备金时，并不能因而将本行的贷款增加一个相当于超额准备金10倍（或与正常准备比相配合的任何其他倍数）的数额。这一点当然是实际的。

在银行体系中增注资金的准确数量的实际效果一部分取决于实际流通过程中相当于某一银行货币增量的现金增量究竟是多少，同时也取决于准备金对银行货币量的比数。让我们举一个最简单的数字作例子来说明一下：假定流通过程中的现金增量为银行货币增量的10%，而银行准备金在正常情况下为银行货币的10%，那么，增注资金最后就会使存款增加一个5倍于准备金资金的数额。因为这些增注的资金最后将有一半归入于流通过程中的

现金里，另一半则留作准备金，而后一半则会使存款量增加一个10倍于增注准备金的数量。

美国已经有人对那些与这计算有关的实际统计比数进行估算。银行总裁斯特朗在美国国会货币稳定小组委员会上作证时曾作过这样一个估计：就美国的情况说来，流通过程中的现金增量约为活期存款增量的20%，准备金则等于活期存款的10%。如果这些数字正确的话，则增注资金（现金或中央银行货币）将使活期存款中最后的增量等于该增注量的3.3倍①。

但是，流通过程中的个人收入现金量与收入存款量之间虽然可望具有相当稳定的关系，而流通过程中的现金总数与活期存款总数之间却完全不能希望其具有稳定的关系——无论如何在短期内或没有经过一段相当长的时期之前，情形就是这样。变动的趋势也不定相同。例如，从1921到1929年美国流通过程中的现金量几乎没变，而同一时期的活期存款却增加了40%以上。诚然，在任何有变动的时期里，造成不平衡的原因之一，往往是这样一个事实：当准备金刚一增加时，银行货币所能扩充的程度，比货币收入和收入存款中的现金部分有时间作出相应增长后所能长期维持的程度更大。在现行制度中，有一种麻烦而确有危险的特征，那便是对于以现金形式保存的收入存款以及以银行货币形式保存的活期存款必须保持不同数量的准备金，因而在这两种过程的互相转换之中便有一种不应有的实际意义。

① 劳伦斯教授在《经济学季刊》（1928号第593—626页上发表了一篇饶有趣味的论文：《借用的准备金与银行的扩展》，其中通过复杂的论证（我未能了解清楚）得出他的"最终扩展的系数"是4.97。

因此，银行货币(即银行存款)的数量便取决于会员银行的准备金数量，同时也取决于会员银行按法律、按惯例、或为自身便利起见而打算保持的准备比。在这一章里，我将假定会员银行准备金的量已定，然后来研究在该准备金基础之上人们将设立多少存款。在第七篇第三十二章里，我们将进而研究决定会员银行准备金数量的各种因素的问题，特别是关于不同货币制度下这些准备金数量在什么程度内可由会员银行自身左右，在什么程度内由中央银行或它们所不能控制的外界因素来决定。

一、准备比的稳定性

往往有人说：银行是按照贸易情况而改变其准备金的。例如，庇古教授在“工业的波动”一书第259页里说：“这个比数不是刚性的而是弹性的。在繁荣时期里，股份银行和别人一样感到乐观，可能愿意减低他们的比率；在萧条时期，他们是悲观的，可能希望提高他们的比率”。庇古教授唯一用来支持这个结论的证据乃是关于一百多年以前的情况。就大英帝国和美国而论，我们在下面就可以看出，现代统计数字是不能证实这一结论的。我们将看到这个比率随银行的类型不同而变，并且事实上也由于种种原因而不时发生过变化。但是在任何一定的时期内，银行却严格遵守本身的既定比率。同时，下面将要提出的数字也会表明，现有的波动与贸易情况之间并未显示什么有关联系。这是意料中的结果。如果让比率下降，下降到低于原先按照慎重和信誉等方面的考虑所决定的数字，那就是虚弱的表现，至少可以说是侥幸心理的表现。然而如果让比率上升超过了这个数字，那就会完全不必要地放弃一

个利源，因为超额准备金总是可以用于购买证券或用于投资的。

由此看来，统计资料(将在下面引出)表明，除非在例外情况下，所有的银行都会把它们的准备金运用到最大限度。也就是说，他们很少或从来不会超过惯例比率或法定比率规定为目前这段时期内所需的数量，保持闲置准备金。诚然，当生息的完全流动资产可以购得时，他们为什么要这样做呢？银行所面对的问题不是贷款多少问题，这个问题的解答就是准备金的适当倍数，用简单的算术就可以求得。这问题是：在流动性较小的形式下所提供的贷款占多大比例就算安全。因此，实际上会员银行除非能控制准备金总数，否则就完全不能有效地控制其存款总数；关于这种可能性，我将在第七篇中回头来讨论。

然而，银行将尽最大限度贷款的结论，也就是说它们决不会超过正常比率保持闲置准备金的结论，却有赖于两个条件得到满足：

(一)其情形必须是有生息资产可以购得，这种资产的流通性是毫不成问题的。否则，银行就会常常不得不保持超额的准备金，作为避免日后准备金不足的唯一办法。如果出现的局势和意大利不久之前所发生的情形那样：库券到期时不能依靠国库付现，而中央银行在市场上又不对这种证券提供新的垫款，那末这一条件就没有满足，当人们害怕这种局势可能发生时也是这样。但有了现代的中央银行业务以后，有这种局势存在，甚至是有这种局势的恐惧心理存在，都是反常的。在美国，联邦储备银行实际上担保对于某些特种证券的贴现，而大不列颠的英格兰银行则长期以来一贯是这样做的。现代中央银行以现金购买某些特种生息证券的责任，几乎像它必须用法币兑换本行纸币(如果银行纸币不是法

币的话)那样，是一种绝对的责任。因此，银行证券便和黄金一样好，甚至更好，因为它可以生息。这样看来，银行就没有理由要保持超过成文法或习惯法所要求的现金数量而牺牲它通过直接或间接方式向市场放出贷款后所能获得的利息了。

(二) 其情形还必须是这样：银行因法律或有约束力的习惯而规定保持的现金准备必须超过营业便利所需要的最高额，从前并不一定如此，现在也不是所有的地方都如此。现在，与支票比起来，现金的使用已经减少了，而总行外调的运输办法又更加迅速，同时银行存款人造成严重的“挤兑”——将存款兑现的情形，至少就英国的“五大”银行说来又是不可能的；这种种因素凑合起来，就使银行绝对必需以库存现金形式对于其存款保持的现金比例减少了。除库存现金之外，各行还要在中央银行存有一笔余款以备清算中发生逆差时应用。但是，假定它们已经保有足够的完全流动的生息资产，可以应付各种按理可能发生的情形；那末只要不是法律或约束性惯例有所规定，就完全不必在以上两种需要以外再保持任何现金准备了。

现在让我们根据英国和美国的实际事实来考察这些结论。

(一) 英国——在英国，会员银行必须为存款保持的现金准备没有法律规定。比例数字是由习惯和传统决定的；只是数字一经决定之后，一家银行如果使本身的准备比低于通行水平的话，就会有损于该行的信誉。然而英国关于这方面的习惯却有两个特点：

第一，由于没有法律对这问题作出规定，所以遵守数字公布日的例规比遵守非公布日的例规更为重要。以前，这种数字是半年公布一次，现在则按月公布。现在银行仍旧习惯于在年终的年度

报告里，把例规数字调整得比每月报告的数字高许多；这一部分也许是当人们仅仅发表这一种数字的时代所遗留的风气。它们实际上在年度报告中所公布的库存现金及其在英格兰银行所存的现金总数，甚至比年终结算日之外通常结转的数字高出50%。不管这是不是故意作假，这种做法总是愚蠢的。还有这样一种情况存在，但达到了什么程度不知其详，那就是：它们的每月报告中所公布的数字是该月中四个日子的平均数，即每星期中资产负债表造表日的平均数，比真正的每日平均数高。[①] 不仅如此，采用这种作法的"五大"银行中的四家银行(米德兰银行不在其内)，可以而且实际上也各自在每个星期中选用了不同的日子来"略施小技"。那就是说，各银行轮流从金融市场收回一定数量的资金，以便在每周中划归收款银行的当日提高该行在英格兰银行所存的余额。这样一来，"五大"银行所公布的一部分准备金数字就好比一群出台四次的跑龙套的兵。当银行甲的圣日渡过之后，为了公布数字而存在英格兰银行的那一部份余额就不再需要了，于是便贷给金融市场，金融市场马上就尽快地转给圣日已临的银行乙。因此，英格兰银行的余额在清晨还是银行甲的准备金，到日落之前却已成了银行乙的一部分准备金出现在公众之前，情形就象这样一天一天地转下去。总之，正如利夫博士担任威斯敏斯特银行董事长时率直地说明的那样：么布的准备金"在一定程度内是虚假的"[②]。在这种方式下，英国股份银行的传统"实力"便安全地保持下来了，并传之

① 我想米德兰银行的情况不在此例。当然一个稳定的平均数应该和各家银行每天大量高于或低于这个数字的急剧波动相配合，这对于一个体系的顺利工作说来是必不可缺的条件。

② 见《银行业》一书第133页。

后世为人们所赞羡。

第二，各银行并不把准备比调整到同一数字。这些营业办法上的差别，可能是由于所营业务的类别不同，也可能是由于所持有的次级流动资产数量不同。然而也可能只是以前的情况遗留下来的遗迹，不再具有任何明显的意义。还有一种可能是这些数字说明人们对于准备比调整到高于平均数这一做法的广告价值或信誉价值的估计各有不同①。尽管有这些差别，但从数字上可以看出，一般说来，各银行对本身数字是坚持的；结果，除开每半年期间的上升动态以外全体银行准备比的平均数也是非常稳定的。

除开每半年的资产负债表中所列的比率数字较高之外（特别是 12 月份），这些数字表明 1921 至 1926 年期间情形接近于绝对稳定，其程度实属出人意料。在这些困难和变化多端的年代里，这些数字并没有显示出与商业情况或银行利率以及波动的垫款比例（见以下第 57 页）有任何有关联系，也没有显示出与任何这类的影响有相互关系。同时，就 1921 至 1926 年间的逐年平均数看来，准备金对存款的比数的变化，稳定到后一金额的千分之一以内。从 1927 年起，平均数的下降主要是由于米德兰银行的营业办法有所改变（以后将再讨论），同时也是由于每半年末的"假帐"减少了的缘故。

但是，各个不同银行之间的营业办法却大不相同。按月公布数字的十家清算银行之中，米德兰银行通常保持的准备比是 14.5% 到 15%，比其他银行高许多，但现在则在 11% 左右——这

① 这大概能说明米德兰银行一直到 1927 年为止所保持的高额调整数字。这个数字可以回溯到开始采用并十分重视这个数字的爱德华·霍尔登爵士时代。

九家[1]清算银行所持有的库存现金以及其在英格兰银行所存现金总额对于存款的比例

	1921*	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929
1月	11.3	11.4	12.0	11.7	11.9	11.7	11.6	11.3	10.9
2月	11.0	11.5	11.5	11.6	11.8	11.7	11.6	11.0	10.5
3月	11.1	11.6	11.7	11.6	11.6	11.7	11.5	11.1	10.6
4月	11.7	11.7	12.0	11.6	11.8	11.7	11.7	11.1	10.8
5月	11.7	11.9	11.8	11.5	11.6	11.8	11.6	11.1	10.9
6月†	12.3	11.8	11.9	11.9	12.2	12.1	11.8	11.2	10.9
7月	11.7	11.5	11.8	11.5	11.9	11.8	11.5	11.0	10.7
8月	11.7	11.7	11.8	11.6	11.9	11.8	11.5	11.1	10.7
9月	11.8	11.7	11.9	11.7	11.8	11.7	11.5	12.2	10.9
10月	12.0	11.6	11.7	11.6	11.6	11.7	11.4	11.0	10.7
11月	11.3	11.6	11.6	11.6	11.6	11.6	11.3	11.0	10.6
12月†	12.4	12.1	12.2	12.4	12.1	12.0	11.7	11.3	11.3
平均	11.7	11.7	11.8	11.7	11.8	11.8	11.6	11.1	10.8

* 1921年第一季度的数字较低，大概可用以下事实来说明，因为这是战后按月公布数字的开始，所以各个银行还没有时间确定惯例比数。

† 应该注意，年终虚涨现象骤增，其效果是使十二月份周平均数略为增加。同时，直到最近，六月份也发生了相同的情况，不过程度较小而已。然而，从1927年起的数字表明这种作法正在消失。

个数字可能比表面上看到的情形还要高一些，因为人们相信米德兰银行按月公布的数字没有“假帐”[2]。劳埃德银行和威廉迪肯银行所公布的准备金为11%到11.5%，其次其他五家银行则为10%到11%，最后是库茨银行，其业务与别的银行差别相当大，其数字是8%到9%。另一方面，米德兰银行由于所保持的“通知与短期活期存款”低于一般平均数，于是便部分地平衡了它的高额现

① 现在包括在票据交换所数字之内的国家银行不在此表之内，以便保证记录的连续性。

② 其他银行的每日真实平均数，除开假帐以外，可能不会超过9%很远。

金准备比；而库茨银行则是由于是这种存款高于平均数，使之得以平衡。

如果我们回到战前的统计数字上去，就会发现准备比有慢慢改变的趋势，但改变是十分缓慢的，而且与银行利率以及贸易情况都没有任何关联。每月数字的公布，首先是由十三家银行在1891年根据戈申的建议开始实行的。① 当时的准备比是13%。1898年提高到14%，1908年提高到15%或16%，直到1914年大战爆发之前仍旧是这个数字。但是，就战前的数字而言，准备金中包括"联合王国其他银行的结余，和向其收款的支票"，以及库存现金和英格兰银行的存款。如果现在也把这些项目包括在内的话，比率就会提高3%至3.3%，从而使米德兰银行在改变其比率之前的那一时间的战后平均数字提高到15%左右，也就是几乎与战前的数字相同。至于在这种情形下仍旧使战前数字显得大的逾额量，原因可能是这样：这种数字现在所代表的是每周一日的平均数（不同的银行日期也不同），而战前数字却只是每月一日的数字（不同银行的日期也不同），于是由于"假帐"而提高到真实平均数以上的程度，甚至比现在还要大。

至于银行准备金中的现金与英格兰银行存款各占多少的问题，是可能作出估计的。有一家银行（伦敦与史密斯联合银行）在战前时期惯于分别发表其库存现金与英格兰银行所存的现金，数字表明大约各占一半。在目前时期（1928）各银行的准备金总额中必然足有2/3是以纸币形式保持的。而在英格兰银行所存的现金

① 这些银行的存款当时是122,000,000英镑，约为全国存款总额的30%。

则不超过1/3。因为，在1928年11月[①]银行券与流通券合并发行时首次公布全体以经营国内业务为主的英国银行（除十家清算银行之外还包括好几个机构）在英格兰银行的存款总数1928年11月不超过62,500,000英镑。而这十家银行所公布的准备金总额则在190,000,000英镑至200,000,000英镑之间。如果我们假定公布的数字由于假帐的结果增加了大概22,500,000英镑，剩下来的数字就会是172,500,000英镑，其中大约有115,000,000英镑是以纸币形式保持的，而存在英格兰银行的则为57,500,000英镑。我们没有理由不应该知道准确的数字，但是正像银行统计中许多其他数字一样，这种数字也是保守秘密的。

九家清算银行已公布的准备金对证券发行总额（库券和银行券总合）加上在英格兰银行的私人存款总额的比率如下。（见第51页）

最后一栏的数字提出了九家清算银行的准备金中所持有的国家货币和中央银行货币对这种货币总数的比例，这说明最近已有相当大的稳定增长。由于假帐大概已经有所减少，这些数字可能对增加的情形说明得不够，而不是说得过分。在九家清算银行已公布的准备金绝对数额中，1929年的数额与1924年相同，而第(3)栏的总数则下降了8%。这就说明公众手中的两种券必然已经大大减少，而活期存款则像我们在(第32页)所见到的一样，实际上没有变动。由此可见，所说明的情况是：两种券的使用相对于支票的使用说来，还是在显著地下降。这个表还鲜明地表明了米

① 这是说从1877年以来的情形。自从1844年到1877年通过银行法起，伦敦的银行家所持有的结余额便是另列一项写出的。

每月平均数

年　度	英格兰银行的私人存款 (1)	银行券与流通券 (2)	(1)(2)两栏合计 (3)	其指数(1923=100) (4)	九家清算银行的存款(1923=100) (5)	九家清算银行的准备金(1923=100) (6)	(6)栏对(4)栏的比率(1923=100) (7)
	百万英镑	百万英镑	百万英镑				
1921	124	435	559	113	108	107	95
1922	118	399	517	104	106	105	101
1923	110	386	496	100	100	100	100
1924	110	389	499	101	100	99	98
1925	111	383	494	100	94	99	99
1926	105	374	479	97	100	99	103
1927	101*	373	474	96	103	100	105
1928	102	372	474	96	106	99	103
1929	99	361	460	93	108	99	106

* 据信，为了比较，这个数字由于英格兰银行贷给法兰西银行、并在当时已偿还的贷款所列的某一项帐目消失不见的缘故，在1927年春至少已经消去了5,000,000英镑。

德兰银行改变准备比所产生的效果。因为，英格兰银行在1929年所保持的国家货币和中央银行货币的总额虽然比1926年低4%(其中1%反映在交换银行所减少的准备金中)而会员银行货币却增加了8%。

(二) 美国——美国与英国的主要不同之处在于准备比乃是法律问题而不是习惯问题。我们在下面就会看到，两国实际保持的准备金事实上是没有什么差别的。

联邦储备体系下的会员银行① 需要按以下的百分比在它们的

① 1926年末共有9,260家会员银行，还有不下于17,824家的非会员银行，但会员银行的资产相当于总资产的60%左右。

	活期存款(可在29日或以下的通知期内付款)	定期存款*(可在30日或以上的通知期内付款)
中央储备银行所在城市（纽约及芝加哥）	13%	3%
63个储备银行所在城市	10%	3%
市　　镇	7%	3%

* 在1914年之前，活期存款与定期存款之间所需要的准备金没有区别。联邦储备制度开始实行时，后者规定为5%，到1917年修改该法令之后减为3%。

储备银行中以存款帐户的形式保存准备金：①

要是根据已公布的活期存款及定期存款的数字来计算法定准备金的话，实际上甚至比在上表所能见到的情形更为复杂。其原因何在，我不必讨论。但是，按实际准备金额数字来说，法定准备金额数字乃是由通货主计长不定期地编出的，目的是让他自己能确知各银行是否已正式履行法律的规定。根据活期存款净额所算出的平均法定比率一般算出为10%至11%。由于定期存款的准备比只有3%，所以当定期存款相对地增加时，存款总额的法定准备比就下降；这一原因使之从1918年的9%左右减少到1922年的8%，以及1927年的7.2%。然而由于美国的库存现金不计算在法定准备金之内，我们必须在上述数字之上加算2%左右才能使这个数字与英国方面的数字相比较。如果估计到英国存在造假帐的办法，那末两国的会员银行按法律或习惯的规定所持有的现金及中央银行存款对本行的存款总额的比例就极其相近了，为数大概是9%至9.5%之间。

① 库存现金未算入规定的比率之内。因而其金额已调整到库存现金所需的最低限度。储备银行所在城市及中央储备银行所在城市的会员银行以这种方式持有的活期存款在1928年12月31日为2%弱，乡镇银行则为5%。因此储备银行所在城市与乡镇之间的法定准备比的差别便由于后者持有大量的现金而抵消。

此外，在美国实际持有的准备金百分数通常与法定的最低额没有很大的差别。在战争时期不安定的情况下，实际准备金有时还超过最低额达存款的1%。但在战后超过最低额（除12月31日之外）达0.5%以上的情形就很少见，经常只超过最低额0.1%至0.2%。例如，在1926年中时，国民银行（代表百分之80以上的会员银行）实际持有的准备金为7.5%，而规定的法定最低额则为7.4%。这就表明会员银行实际上已经充分运用其储备银行的存款。

这些结论，已经在联邦储备局1924年年度报告书的明确叙述中得到了证实，情形如下（见该报告第9页）：

"储备银行的未清信用额对会员银行的借款和投资额之间的比数只相当于1920年比数的一小部分。会员银行在储备银行所持有的准备金余额与会员银行存款债务之间的比率实际上经常保持在10%左右不变①。这代表着法律所规定的最低额平均数"。

会员银行希望使准备比尽可能接近于法定最低额的心情是由于它们存在着减低不生息资产的自然意向而来的。而它们之所以可能这样做，则是因为有某些特殊的便利条件存在。首先，法律准许银行的准备金在一个具体的日子降低到规定额以下，只要每周平均数足够此数就行。准备金如有任何不足时，可以通过向联邦储备银行贴现的办法迅速予以补足。如有任何超额时，可以在通知贷款市场上立即贷出，并顺次运用，使票据流出。因此，几乎所有银行（特别是在纽约市，那里的通知贷款市场近在身边）的办法都是将它们的准备金削减到接近于法定的最低数字；这是无足惊

① 我认为这必然是指对于活期存款净额所保持的准备金。

奇的。①

因此，事实说明在英国和美国的现行银行营业状况下银行存款的总额(在我们的货币方程式中以 M 代表)对于会员银行"准备金"说来，乃是极接近于不变的倍数。②

(三) 其他国家——伯吉斯博士(同前书第 36 页)所引的数字指出，有几个其他国家的准备金(包括现金)对存款的百分数与英国和美国没有很大的差别。他根据 1925 与 1926 两年所作出的估计有如下述：

	典型准备金额
美国会员银行	9.5
十家伦敦清算银行	11.5
四家法国信贷公司	11.5
瑞士私人银行	8.0
加拿大特许银行	11.0

但是，在德国，这方面的情形既没有得到法律的保障，也没有得到习惯的保障。就柏林主要的银行而论，它们以现金及发行银行存款余额作准备的存款的百分比有如下表：

1900年终	12.5%
1913年终	7.4%
1924年终	6.1%
1925年终	5.0%
1926年终	4.4%

① 至于有关美国在上述方面的现行办法，我应该感谢贝克哈特教授有用的资料，还有伯吉斯博士也提供了与以上大致相同的一些有意义的数字(见《储备银行及货币市场》第 152—155 页)。

② 当然，如果定期存款与活期存款保持不同的准备比以及总存款区分为两项的比例有所变动时，在计算上就必须作出适当的修正。

在一年的其他时期里，准备金的状况更为恶劣，例如在1928年3月31日，六家主要的柏林银行所持有的现金、外国货币、息票以及发行银行与清算银行的存款余额总共不超过它们存款总额的2.5%。该国83家主要信贷银行(包括六家柏林银行)对存款总额52,800万英镑所保持的百分数也是这个数字。的确，他们的通知存款的百分数比英国低(见以上第13页)。但这百分数之所以低的主要原因似乎是获得现金方便的缘故；有需要时，只须在附近的国家银行支行通过贴现的办法即可获得。因此，德国银行可再贴现的合格有价证券就构成了真正的准备金，而这种有价证券对其债务的比例就足以有效地制止膨胀。然而这却意味着当商业复兴而合格票据的供应因之扩大时，在德国制度下，可能过于容易迫使国家银行相应地提供更多的新贷款。换句话说，对于违反中央银行意图的利润膨胀的发展说来，德国的银行制度和其他国家比起来是比较缺乏保障的。现在国家银行当局看出了这种危险，所以近来有时便对各柏林银行施加压力，使之改变办法。[①] 在紧急时期国家银行便采用信贷限额配给的办法作最后的手段。这就是对一定机构的合格证券贴现时，根据其本身裁夺规定一个限额。就局外人看来，德国的银行法在要求会员银行保持最低限度准备金(最好采取国家银行存款的方式)方面，显然急需修改。

二、非准备银行资产的转换可能性

人们谈论时往往好象认为会员银行所持有的投资、贴现以及

---

① 参看《国家银行检查官报告书》1927年12月号第37页："国家银行反对这种发展(即准备金百分比降低)，并认为促使银行保持足够的准备金是较为适宜的"。

垫款等等的总额，在相当大的限度内是由他们对机宜的判断决定的。作出这种决定之前，人们认为银行应当注意到商业的需求，企业的潜在情况是否稳妥，顾客帐户的一般情况，以及投机是否盛行等等。

但是，以上所提供的统计数字表明这种说法乃是“流俗的讹传之见”。除开在少数的时候有意识地改变惯例比率(如米德兰银行在1927年所实行的那样)，以及会员银行有可能支配其准备金(这一点将放到第七篇中去讨论)的情形以外，银行家通常所决定的不是他们可能贷出的总数是多少——这主要是由他们的准备金状况决定的——而是以什么形式贷出；也就是说，在他们可以采用的各种投资方式之间，以什么比例来分配他们的资金。概括地说来，有三种类型可供选择：(一)供给金融市场以承兑汇票与通知贷款，(二)投资，(三)给顾客垫款。一般说来，给顾客垫款比投资更为有利可图，而投资又比承兑汇票与通知贷款更为有利可图。但是，这个次序并不是不可改变的。从另一方面说来，承兑汇票与通知贷款比投资更富“流动”性，也就是更有把握在短通知期内不受损失地兑换为现金，而投资又比垫款更富“流动”性。因此，银行家们便要始终不断地权衡得失，他们的资金在这三个范畴之间的分配比例是有很大变动的。例如，当他们感到投机活动或者商业繁荣可能正在走向危险阶段时，他们就更加严格地检查自己流动性较低的资产是否安全，并设法尽量转入更为流动的状况。另一方面，如果他们的顾客对垫款的需求增加，而这种顾客又是银行认为正当的和受欢迎的顾客时，他们就减少投资以至承兑汇票来尽量满足垫款的要求。如果垫款的需求减少，他们就运用从这方面放出的资金

以重新增加其投资。

要说明这一事实只要把主要的英国银行的垫款比数（即他们给顾客的垫款对存款的比例）提供出来就够了。

十分显然，银行存款用于顾客垫款的比例，为了配合商业需求可能有很大的变动，但是由此并不能得出推论说，银行贷款的总额增多或减少了。

英国九家清算银行垫款额对其所持有的存款额的百分比①

	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929
一月	46.7	41.2	42.9	45.5	49.5	52.4	53.0	52.8	52.9
二月	48.1	41.5	44.8	47.2	50.0	53.8	54.6	54.1	54.5
三月	50.3	42.7	46.5	49.0	52.4	55.2	55.8	55.6	56.4
四月	49.8	42.9	46.3	49.0	52.8	55.0	55.6	55.3	56.6
五月	48.6	42.2	46.2	48.7	53.1	55.2	55.3	55.5	56.4
六月	45.5	41.2	46.0	47.9	52.4	53.6	54.3	53.7	53.3
七月	45.3	41.7	45.6	48.2	52.1	53.1	54.6	53.3	55.4
八月	45.3	42.3	46.1	49.0	52.1	53.4	55.0	53.8	55.7
九月	44.4	42.8	46.2	49.3	51.1	54.1	55.2	52.7	55.4
十月	43.7	42.9	45.8	49.4	51.5	53.7	53.7	53.6	55.0
十一月	43.2	43.9	46.0	49.8	51.7	53.8	54.0	53.8	55.4
十二月	41.9	43.5	45.2	49.0	51.4	52.7	52.9	52.4	54.9
平　均	46.1	42.4	45.6	48.5	51.7	53.8	54.5	53.9	55.3

三、准备比应该怎样确定？

大不列颠的银行所应保持的准备比向来没有法律作规定。在英国股份银行兴办的前期，准备比由银行考虑营业的慎重和方便

① 即：利物浦银行，巴克莱银行，库茨银行，格林·米尔斯银行，劳埃德银行，米德兰银行，国家地方银行，威斯敏斯特银行和威廉斯银行。现在按月公布数字的国家银行不在本章各表之内，因为该行在整个这一时期内的数字都无法取得。

以后自行保持。同时，因为象这样保持的数字除开在那与正常状况很少关系的半年度资产负债表中发表外，从来不予公布，所以它们就没有理由保持更多的准备金了。但是，在1891年2月财政大臣戈申先生（当时他任此职）在利兹发表的著名演说中，利用一年前巴林危机所造成的不安局势以及随之而来的情况，论证银行惯例保持的准备款不足以保证这个体系的安全。这个意见在舆论界产生了巨大的影响，以致使各银行感觉到必须采取行动。除此之外，戈申先生还暗示他已经准备好了一个通货改革计划，打算提交议会。正如当时《经济学家》杂志所说的："由于银行界的反对以及格拉德斯通派的为难"，使这个计划毫无结果，但是银行却略为增加了它们的准备金，并开始按月公布报告书。因为这些每月报告书主要是给公众看的，同时又无需符合什么法律的规定，于是在这种表报中造"假帐"的办法便不幸被采用了，并一直继续到今天。过了一些时候，日常营业中所使用的现金减少了，同时银行又从事合并[①]（大规模的合并可以说是从1896年组成巴克利银行时开始的），都使银行实际要用来防备万一的准备金总额减少；而惯例准备数额却略有增加，这是由于银行为了做广告和创信誉而力图保持当初只有实力较强的银行才保持的那种比率的缘故。到1926年时，这方面就变成一种情况，使利夫博士在他以威斯敏斯特银行董事长的身份写文章时，把准备比说成是"完全任意规定的"[②]。

正如我们已经看到的，美国的情况颇为不同，准备比（因不同

① 在1891年，只有四家股份银行存款超过1,000万英镑，即大伦敦银行持有3,700万英镑，伦敦与西方银行持有2,700万英镑，联合银行持有1,600万英镑，伦敦股份银行持有1,300万英镑。

② 见《银行业》第130页。

类型的银行而有所不同)是由法律规定的。除此之外,定期存款的准备金比率比活期存款的低得多，而且库存现金完全不算作法定准备金的一部分。因此,在美国,关于准备金额由银行根据应付意外的实际需要来决定的一切主张都已经被放弃了。

我们必然会问:那末,法律或习惯为什么要强使银行保持超过其实际需要的准备金呢?毫无疑问，正象我们的通货与信贷中许多其他措施一样,有一部分原因是:这种办法只是由以往的形势中遗留下来的，同时也是因为我们要把一个表征货币体系当成商品货币体系处理所造成的结果。但是在这一现象的后面，却隐藏着一个坚强的现实理由。要求各行所保持的准备金额超过其库存现金与清算方面所需的严格数额,乃是一种手段,使他们担负中央银行由于维持通货所担负的费用。

在我们可以想出的货币制度之下,这种办法可以是不必要的。但是如果要维持一个国际标准的话，中央银行就必须保持一定量闲置不用的不生息或不能充分生息的黄金贮备或他种准备。如果由于中央银行所采用的承认某种票据或某种类型的证券“合格”的办法:使得人们能有完全流动的生息投资,那么在理论上讲来,会员银行就可能大刀阔斧地削减他们的准备金，把准备金确实限制到库存现金与日常清算所必需的数额。因此,在这种情况之下,会员银行被强制分担整个体系维持最后准备金的费用乃是合理的。没有这种准备金，则关于“合格”票据与“合格”附属担保品的便利办法往往就可能垮台。叫他们分担费用的办法是强制他们在中央银行保持一定比例的不生息存款或者保持一定比例的不生息票据。

在现代银行营业制度之下，大部分中央银行的黄金贮备一般诚然仍旧是由握在公众手中的实际纸币发行额来提供的。但是，我认为潜在的发展方向是：政府方面把纸币发行当作收入的合法来源①，同时会员银行则规定必须提供应分的中央银行准备金维持费。

只要认为会员银行所应保持的现金准备比完全由会员银行根据自身的安全和便利的需要确定，那末英国让银行自己决定适当数字的传统办法就大可辩护；特别是达到一个阶段之后，当暴发户银行象现在英国的情况这样已经绝迹时，就更加如此了。但是一旦认为其他的条件也有关系时（上述影响整个银行体系的安全和效能的条件，而不是影响个别银行的利益的条件），那么上述办法看来就不象上面所说的那样显然是最好的办法了。战后中央银行管理技术的发展（这种发展是不可避免的，也是人们所欢迎的，我们将在下面第七篇里更详尽地予以阐明），使我们进入了两种准备比之间的过渡阶段。现代中央银行管理法特别是"公开市场营业"办法的采用，使中央银行必需能掌握一笔资财，其数额对于整个银行体系的规模说来要达到一定的大小。同时，以下的一点也是正确而合理的：会员银行应以其中央银行的无息存款，对最经济和最有效的体系的安全供应其所必需的大部分资金。有这种体系存在，才使得会员银行能如此安稳和有利可图。现在要使英格兰银行资

① 在上文写出之后，大不列颠新银行纸币法(1928)已经规定：信用发行的全部利润归于国库，而会员银行不生息存款的全部利润则归于英格兰银行。因为信用发行不等于公众手中的实际通货流通量，而会员银行在英格兰银行的存款也不是他们惯例准备金的全部，所以这种办法并不如表面上那样合乎逻辑。然而实际计算出来的数字却与上述办法提出的相差不远。

力雄厚到无可怀疑的程度，并在任何情况之下都能指挥如意地掌握市场而不过分紧缩其获利能力，则其所需的银行业存款的正常水平也许比会员银行为自身的营业安全与便利所需的严格数额更大。如果这一点正确的话，那末人们从实际所到的和预料要发生的现象，会同时使人们怀疑以后继续让这种事情完全由会员银行自行斟酌决定的做法是否合适。

我们如果回头看看五十年前的情形，大概就会看到会员银行当时所持有的准备金并不多于银行自身为了安全和便利起见所需要的金额，结算日也许是例外。在两个结算日之间的时期里，人们确实没有多大理由把资金不必要地封存起来。由于往后银行合并的发展、公众使用现金的减少、以及银行机构的速度和效能的普遍提高，使准备比严格必需的数字趋于减少。但由于我国的银行保守，又由于没有任何一家银行乐于被人认为首先把准备比降低到他行之下，所以这一条件就没有充分利用。其结果使我们达到了现在这种相当勉强局面：银行自动保持的准备金比确实需要的略多一些，其理由也许连银行自己都不十分明白。然而，人们自然而然地会希望在合乎安全和外表体面的情况下尽可能多赚钱，这样就使他们采用了这种极不适当的策略，就是上述造"假帐"的办法；于是，他们的实际比数就大大低于其表面比数了。其实，他们要有一个时期中慢慢采取协同一致的行动或同病相怜的行为，蚕食它们的惯例比数，那也并没有任何重大的阻碍存在。

这种情况的可能性可以由1927—1929年所发生的一个有趣的插曲来说明：正如上面所指出的，米德兰银行在以往若干年里所保持的准备比大大高于其敌行。这种做法从该行自己的观点看

来，并不能明确是否真正值得。因此，从 1926 年下半年起，米德兰银行的准备比逐年下降的变化就显而易见了，从 1926 年的 14.5% 左右降到 1929 年的 11.5% 左右。由于米德兰银行在这个时期的存款总额至少有 3,700 万英镑，这样就等于腾出 1,100 万英镑以上的现金。事实上使全体银行可以增加其存款(及垫款)约 1 亿英镑而不增加一点准备金总额。由此可见，整个这一做法的结果，要不是英格兰银行方面予以默认，大量增加银行货币而不增加一点准备金，就是使英格兰银行的资金减少 1,100 万英镑；这笔款项的利息得之于米德兰银行，而失之于英格兰银行。

不过，就当时的情形说来，这种信贷的放松在一种特殊情况下对公众有了益处。因为当时正需要增加会员银行存款总额来平衡定期存款的增长，这存款总额如果让英格兰银行自行处理的话，就不可能充分增加。因此，事实上米德兰银行就不仅是为了自己的利益沿着无可非议的路线（因为它的准备比依然高于其他银行的平均数）那样做了，而且对于总的局势也提供了极大的帮助。然而在任何健全的现代制度下，全体会员银行扩充资金的问题决不应该依赖于个别银行的活动，即使中央银行仍然有力量采取适当的办法消除其影响时情形也是这样。因为中央银行至少应该可以假定其和会员银行一样聪明，而且应该更多地依靠它来为全体的利益服务。

因此，我的结论是：美国以法律规定会员银行准备金额的制度，比英国依靠含糊而不确定的惯例来规定的制度更为可取。

况且，现在的制度之所以要调整，以便使英格兰银行具有无可抗衡的控制权力，不仅仅是因为“五大”银行(全体或某几家)可能

蚕食他们的准备比的缘故。正如前面所指出的，目前会员银行的准备金不仅包括他们在英格兰银行的存款，而且还包括他们所谓的"现金"，同时他们在准备金总额中这两个类型之间的比例可以自由变更。通常的"现金"包括银行钞票(以前还包括库券)，但是也可以包括存在外国中央银行的存款(想来可以，但就我所知，英国银行还未曾实行过这种办法)或黄金。现在选用任何一种办法都有可能使英格兰银行遭遇到意外和不便的事，情形如下：

(一) 只要英格兰银行按照现有的公式计算它的准备金"比例"，那末如果会员银行将它们的"现金"转变为英格兰银行的存款，情况就可能在很大限度内受到人为的影响，反过来也是如此。现存的信用发行对于银行的自由准备金的影响是否足够，大部分要取决于会员银行在这方面的政策。

(二) 如果会员银行以黄金本身作为一部分准备金的话，其结果就会减少英格兰银行的利润或者使其自由黄金低于安全点。1928年的银行钞票法中加入了一项条款，授权英格兰银行强制收购国内在这种方式下所持有的任何黄金，以应付这种可能情形，这诚然是明智的做法。但是这一条款并不能阻止会员银行将其存在国外或在运输途中的黄金算作准备金的一部分。据信最近就曾出现银行利用这种自由的若干事例。

(三) 英国会员银行要把它所持有的准备金以"专款账户"的方式存入美国纽约联邦储备银行，是没法防止的。就安全的观点而论，甚至就便利的观点而论，这种存款实际上"与黄金一样坚挺"。但是，十分显然，这种作法就剥夺了英格兰银行必要的资金和利润量，从而使它控制英国银行货币量的力量大为降低。我不

知道这种选择权是否曾经运用过。但这种危险却是真正存在的。因为就欧洲大陆的会员银行而论，将准备金的一部分存在外国金融中心的做法是很常见的。并且，这种作法有时还给中央银行的权力带来很大的损害，比如我听说瑞士的情形就是这样。在德国，目前主要会员银行在国外金融中心所保持的大量流动资金就大可以严重地损害国家银行的领导权。

更有进者，十家清算银行以外的许多银行包括海外银行的伦敦支行在内，由于不公布每月数字或平均数，于是就给伦敦货币市场提供了便利条件，使它们可以不一定按比率为英格兰银行的资金提供自己的一分。

最后，还有某些重要的技术上的便利条件，如果没有法定的准备比就不能实现（其全部意义将在以下几页说明），那就是活期存款与定期存款所需要的准备金之间的区分，以及英格兰银行在规定的限度以内随时改变法定比率的权力。

为全体银行确定法定准备比的原则问题，与这些条款应当包含什么内容的问题，性质是不相同的。但现在我根据以下方面提供一些意见：

（一）规定的比率应包括大不列颠全部以英镑支付的银行存款在内①。

（二）应在 30 天（或者说 14 天）或更长的通知期内付款的存款算作定期存款。

（三）规定的比率应该按每月的日平均数计算。

① 给“银行”下法律定义有一些困难，但不是不能克服的困难，其性质是法律的而不是经济的。

（四）现金准备应以英格兰银行钞票或在英格兰银行的存款余额构成，但后者不得少于总数的40%。

（五）正常的额定现金准备对存款的比率应如下述情形：

活期存款	15%
定期存款	3%

（六）英格兰银行应有权在30天以前提出通知后改变额定比率，在活期存款方面应可改变10%到20%，定期存款应可改变0%至6%。

这些条款将大大加强英格兰银行手中的控制权——这样就的确会使它对银行货币的总量掌握住几乎近于完全的控制力，而又不会在任何方式下损害股份银行的合法营业。上述六项对这方面的重要意义将在第三十二章第六节中更充分地予以阐明。

因此，在法律或习惯把准备金对存款的比率规定得比较死的国家里，关于银行货币数量M的最后确定，我们就只有回到决定这些准备金数量的因素上来了。这些因素究竟在多大程度内由中央银行决定，而会员银行的行动则必须或多或少被动地跟着走呢？同时，如果有的话，会员银行对准备金量能主动影响到什么程度呢？只有当后一种情形确实存在的时候，关于会员银行所能决定的只是贷出形式而不是贷出总量的说法才有必要作出修改。

这些问题的答案必须推迟到第七篇中提出。

第二十六章　营业活动

一、营业活动对于营业存款流通速度的影响

长期以来，人们认为在营业兴旺时现金的周转比较快。诚然，在这种情况之下，速度可能不止是与交易成比例地增加。因此交易的增长不会象“如果其他事物保持相等”的情形那样，与价格水平的下降相继出现；在商人心目中，交易的增长反而实际上经常与物价水平上升联系在一起。我们在第二十四章里已经看到这种结论显然让人认为有道理。当营业兴旺时，整个交换过程是加速进行的，这种加速度减少了两次交易之间必须或宜于保持现金的平均时间。这种情形就是收款与付款更加急速地接踵而来。此外，当市场情况良好时，人们可以信心更大地预计商品可以找到令人满意的销路。因此，至少是在商界的信念中，就不那么需要为呆滞的库存与不能收回的贷款等意外事件作准备了。此外还有一个理由是，当营业兴旺时，商人为了提供营运资本，资金可能更加看紧，因而使他们尽最大限度节约他们所持有的现金。然而这个论点可能过分地仅仅依赖于一个事实：那就是在实际经验中，营业的兴旺一般都伴随着出现物价水平的上升而不是伴随着出现物价水平的下降。因为这一事实利用过度投资使基本方程式第2项增长这一现象来说明，比利用直接影响真正速度的因素来说明可能更好。

真实交易量的扩大往往随之而使速度的增加超过比例，这个

结论乃是人们常有的看法。但是有一种著作家主张这两个因素的变化趋于相等；也就是说，它们的变动几乎是严格成比例的。安吉尔教授曾提出维塞尔教授就是这一学说的早期遵奉者，而查理·穆纳男爵则是法国近代的拥护者①。然而，有关这些方面的说明最为现代学者②所熟悉的乃是纽约联邦储备银行的卡尔·斯奈德先生的论著③。

斯奈德先生的结论是经验结论，所根据的是过去几年美国银行借方（即银行票据交易额）对活期存款的比率的可变度的计算；如果用我的术语来讲，这就是活期存款的流通速度。他不是把这个和"交易"量作比较，而是和"贸易"量作比较。由于斯奈德先生的表格是活期存款流通速度可变方面迄今所进行的最充分的考察，所以不论我们是否接受他根据这些表格所作出的结论，把它们引出来总是有用的。

下表中所列的是包括纽约在内的141个城市中，根据"贸易"量算出的偏离正常速度（定义是票据交易额〔或借方〕对活期存款的比率）的可变度年平均百分比（见68页）：

我们即使根据表面值来接受这个表，除了在1921年萧条中两个数字都下降之外，似乎仍然没有多少东西能证明一般所说的有

① 见《国际价格论》第327页和279页。这本书是货币学说史方面最有价值的资料来源。

② 安吉尔教授（见前书第180页）引出沃辛教授（《价格与流通手段的数量》原载《经济学季刊》1923年号）说他是美国在这方面的第一个近代作家。

③ 见他所写的以下各篇论文：《交换方程式的新衡量》（原载《美国经济评论》1924年号），《商业活动的新指数》（原载《美国统计学会会刊》1924年号）和《关于1875年以来的一般物价水平的新指数》（原载《美国统计学会会刊》1924年号），以及他所著的书：《商业循环与商业测量》（其中第七章总结了这些论文）。斯奈德先生在他这本书的结论中所主张的速度似乎比以前的论文中所提出的略小。

年　　　度	流通速度 1919—1925 平均数 =100	美 国 贸 易 量
1919	102	104
1920	102	101
1921	94	92
1922	98	102
1923	99	108
1924	99	105
1925	105	111

关联系。然而，如果我们不采用 141 个城市而采用全国的活期存款流通速度，一般所说的有关联系就更不显著了。正如下表所说明的，从 1922 年起，就没有显示出任何有关联系。但是另一方面，我们如果采用纽约市的数字(也已在下表中列出)，那么就变动的方向而论，却具有相当大的一致性：

1919—1925 的平均数＝100

	活期存款流通速度		美国贸易量
	全　　国	纽　约　市	
1919	110	98	104
1920	106	96	101
1921	94	89	92
1922	99	98	102
1923	98	103	108
1924	97	103	105
1925	96	114	111

因此，情形就可能是这样：如果斯奈德先生主张营业存款流通速度和贸易量之间存在着一致关系，而不是活期存款流通速度与贸易量之间存在着一致关系，那末他就可能更接近于正确。从另一方面说来，这种说法也可能太过于笼统了。因为正如我们已经

看到的，营业存款不仅用之于“贸易”活动，而且还用之于金融与证券交易所的交易，其真实交易量有时可能随着贸易量变动，但却可能经常不如此①。因之，这个理论的统计基础是不足以提供对于理论的支持的。

二、银行票据交换额和营业量的关系

我们能否从银行票据交换额中得出一个令人满意的贸易量或生产量指数？这就有赖于我们是否能够将有关工业流通的交易和有关金融流通的交易分开，或者至少获得有关前者的变化的近似指数。

我们不妨这样写：

B(银行票据交换额)$=Q_1R_1+Q_2R_2$

其中的：$R_1=$工资量和本期生产的商品(成品及半成品)的贸易量；

$R_2=$债券、股票、不动产和其他金融契约的交易量；

两数各依其在现金使用方面的重要性按比例加权，同时两者的物价水平 Q_1 与 Q_2 也以同样的办法加权。

于是我们就看出，在 Q_2R_2 相对于 Q_1R_1 说来量值小的时候，或者它按同样方式变化时，B 才是 Q_1R_1 的可靠指数。就全国的票据交换额而论，我们没有理由认为 Q_2R_2 量值小。但是，有时可能分离出一个特别部分的票据交换额，将这个假定应用上去时就更

① 斯奈德先生指出，即使在纽约，证券交易所的交易对于票据交换额的影响也不见得有设想的那么大，因为纽约证券交易所有80%或更多的交易是由它自己的清算公司清算的(见《经济统计评论》1928年2月号第41页)。然而，计入经纪人与其顾客之间互开的支票后，这种影响必然是很大的。

有根据。例如，通常有一种办法是将伦敦证券交易所清算日从总的票据交换中除去，以便获得一种数据，可以作为说明英国贸易形势的指标。但是，因为现在伦敦最坚持的金边证券市场没有特别的清算日，所以这种校正办法就不再具有充分作用了。在英国，目前要部分分离 Q_1R_1 的最为可用的办法是采用地方票据交换额和地区票据交换额(即主要地方城市的行际票据交换额)，因为利用这种办法，大部分纯金融交易大概可以分离出去，原因是这类交易都是通过伦敦的。

Q_1R_1 的变动方式也不和 Q_2R_2 相同。的确，长期说来，股票的价格指数最后可能与 Q_1 一起变动，工资与日用品的价格指数以及股票市场的特大活动可能常常伴随着大的贸易活动一起出现。但是，当物价水平变化迅速的时候，金边证券指数变动的趋势与 Q_1 的变动方向不是相同而是相反的。这一点可以从英国战后的物价与银行业务统计数字中得到说明。在下面表中(第 71 页)，A 是定息证券的价格，B 是普通工业股票的价格(根据伦敦与剑桥经济研究所的计算)，C 是大不列颠消费品价格指数，D 是贸易部批发价格指数。

此外，因为金融交易的活动比工业交易的活动更容易变动，所以就能明显地看出：除非将证券交易所的交易除去，否则银行票据交换总额作为本期生产和消费所造成的贸易交换量的指数而言几乎是毫无价值的。这个结论可以由票据交换总额的数字中得到证实。银行票据交换总额(B)，在物价方面根据贸易部批发价格指数(D)校正后，便得出如下的结果(第 71 页下表)：

我们如果根据费雪方程式 MV＝PT 作出推论说：因为 B＝

MV，所以B/D便是贸易量的指数，那我们就会得出荒谬的结论。因为我们会发现所谓“贸易量”在1921—1922年的萧条时期比1919—1920年的繁荣时期大50%至100%，1925—1926年比战前几乎大50%，1926大罢工的那一年比1925年大7%，而今日则差不多比战前增加了一倍。这乃是对这方面的计算的一种荒谬的归纳论证。十分显然，这里面由于包括了各种金融交易，并根据批发标准校正了物价水平，于是就造成了很大差异，足以使它的结果完全无效。

(1913=100)

年度	A	B	C	D
1919	73	168	215	258
1920	64	169	257	308
1921	66	116	223	198
1922	79	132	181	159
1923	82	162	170	159
1924	81	158	172	165
1925	80	180	172	159
1926	79	187	169	148
1927	79	201	166	141
1928	81	237	164	139

年　度	B	D	B/D
1913	45	63	71
1920	110	194	57
1921	96	125	77
1922	101	100	101
1923	100	100	100
1924	108	104	104
1925	110	100	110
1926	109	93	117
1927	113	89	127
1928	120	88	136

但是，让我们看看：如果将我们的计算限于地方和地区票据交换额（证券交易所交易在其中不发生重要作用），并运用适当的物价指数校正其货币量，这样做的结果是否可以证实我们从其他来源所知道的贸易量的变动？

什么是最适合于这个目的的物价指数？我认为，主要用前三个月的批发价格和本期的工资所编制的指数是好用的指数，只是

贸易部有全部的政府统计资料作底子，可以制定出好得多的东西来。然而就目前而论，我们可以利用上面第 51 页所说明的方法下编制成的消费指数，用它来除地方和地区票据交换额（根据上面第 32 页所说的情形编制），从而获得生产量的“票据交换额指数”。

如果我们把这样获得的票据交换额的年平均数与主要根据原料消费为伦敦和剑桥经济研究所编制的娄氏(Rowe)生产指数，以及罗克林① 就业量指数相比较，则其结果有如下表所示：

(1924＝100)

	票据交换额指数（凯恩斯）	就业指数*（罗克林）	原料指数（娄氏）	复合生产指数（三者的平均）
1920	101.5	103	104.5	103
1921	78	89.5	75.5	81
1922	91.5	93.5	89.5	91.5
1923	97	97	91	95
1924	100	100	100	100
1925	101	101	101	101
1926	85	95.5	90	93.5
1927	101.5	104.5	110	105
1928	102.5	104.5	108.5	105
1929	104	106	116.2	108.7

* 这些数字是承罗克林先生好意提供给我的，比他在《经济学家》杂志上所发表的数字略有校正。它们代表A＋B－C－D－E，其中的A＝农业工人数，B＝年龄在16—64 岁已投保险的工人人数，C＝已投保险的失业工人人数，D＝因病、因事的离职的已投保险工人人数，E＝直接牵涉在劳资争议中的人数。以上各数字一方面没有计入效能增加，另一方面也没有计入工时缩短。

① 这个指数是罗克林先生所编制的大不列颠生产指数（见《经济学家》1928 年10月 6 日号)的一部分，情形如下：

1920	101	1922	88	1924	100	1926	90
1921	75	1923	93	1925	99	1927	105

一般说来，这些完全独立计算出来的变动之间的一致性很值得注意，它们没有一点直接构成成分是相同的。我相信，如果象下表最后一栏所列出的那样，取得这三个指数的平均值，那就可以获得最完整的大不列颠的生产指数。由于票据交换额指数最近的增长速度比其他两种指数或多或少地慢一些，在我们研究全国经济活动时，更纯粹的工业指数可能是一个必要的校正数，而原料指数最近倾向于超过就业指数，这可能反映了效能的增长。

以地方和地区票据交换额为根据的贸易量指数按物价校正后，在某些方面可能优于以生产和生产量统计数字为根据的指数，因为正如斯奈德先生谈到美国类似统计数字[①]时所指出的，大部分生产指数都在基本商品作了过细的加权，而支票交易量则提供了更为全面的说明，其中包括着一切难以胜数的杂项活动；它们单个说来虽然过于细小，不易为统计学家所搜集，但是总起来说却非常重要。而且，这种指数还有一个方便之处，数字无须特别计算就可以直接使用。

斯奈德有关美国的计算，证实了主要金融中心之外的票据交换额按物价校正后，作为贸易指数是有价值的。但是这里所谓的“物价”的意义，正象在我上面的计算中一样，不是批发物价指数而是消费品物价指数。下表是根据纽约市以外的140个城市的银行借方三个月的变化的平均数，[②]以斯奈德先生的“一般物价水平”按物价校正所得出的结果，以及根据他独自编制的贸易总量指数

① 见《商业循环与测量》第79页。

② 现在哈佛经济研究所为了编制打算用来反映商业情况的B曲线，在纽约之外还除去了7个其他重要城市的借方，这些城市在或多或少的程度内是金融和商业中心。

所得出的结果:

	纽约市以外按物价校正的银行借方	贸 易 量
1919	105	104
1920	102	101
1921	92	92
1922	101	102
1923	105	108
1924	102	105
1925	110	111

三、统计的综述

下表总结以前各章的估计。目前我们的银行业及其他方面的统计资料情况是十分可悲的,其中牵涉到很大程度的推测、近似值和可能的错误成分,读者不可忽视。但是,我认为把它作为各种有关因素的可变度的一般指标还是有一定价值的。

毫无疑问,过不了几年,这些推测就会显得外行和不正确到无可救药的地步,并将为科学的估计所代替。然而由于我指出了什么是值得了解的数字,并不确定地指出其数值之后,就能抛砖引玉地使得有可能提出更好资料的人进而纠正我的错误。在英国,一般总是先有粗率和不完美的私人工作,然后才编制出官方的数字的。

如果我们假定可以应用于收入的收付和本期业务(金融交易除外)的活期存款在数量和速度方面的变化各以 Mw 及 V 为近似的量度的话(也就是说工业流通的周转量用地方和地区票据交换额来测定),那么如果没有利润膨胀或紧缩存在时,MVw 就应该提供了本期产品的总成本指数,同时 MVw/O 就应该提供了本期

1924＝100

年　度	总存款* M	活期存款对总存款的比例† w	活期存款 Mw	速　度 V‡	工业现金周转额 MVw§	生产量① O（娄氏与罗克林氏）
1920	100	111	111	137	152	104
1921	108	100	108	93	101	82
1922	106	100	106	91	96	91.5
1923	100	102	102	94	96	91
1924	100	100	100	100	100	100
1925	99	98	97	104	101	101
1926	100	96	96	97	93	93
1927	103	96	99	99	98	107
1928	106	94.5	100	98	98	106.5
1929	108	93	100	98	98	111

* 如第 7 页所计算的。

† 如第 7 页所计算的。

‡ 如第 32 页所计算的。

§ 这样就使我们重新回到了第 32 页上所计算的地方和地区票据交换额指数，因为我们是将这个指数除以 Mw 而得出 V 的。

产品的物价水平指数。因此，我们的统计资料如果可靠的话，那末 MVw/O 和实际产品物价水平之间的差额就可能部分地指出成本与价格之间的差额，也就是部分地指明利润膨胀与紧缩的程度。因为，有利润膨胀（或紧缩）存在时，我们就会预计实际物价水平比 MVw/O 所指出的高（或低）。因此，作为推断利润膨胀（或紧缩）程度的第一近似值而言，我们不妨把 MVw/O 所提供的理论物价水平与消费物价指数（见第 1 卷）以及批发物价指数（贸易部指数）一并列出来：

① 我采用了第 72 页提出的娄氏指数和罗克林指数的平均数，因为在这一段文意里引入票据交换额指数虽则实际上对于结果没有多大的区别，也是事先假定前提正确。

年度	MVw/O	消费物价指数	批发物价指数	利润膨胀或缩*
1920	146	150	186	127
1921	123	132	120	98
1922	105	106	96	91
1923	102	99	96	94
1924	100	100	100	100
1925	100	101	96	96
1926	100	98	89	89
1927	91	96	86	94.5
1928	92	95	85	94.5
1929	88	94	82	93

* 这是用 MVw/O 除批发物价指数而得的数字。

不幸的是，消费物价指数在这里不适用，因为我们的产量指数不包括劳务①，而我们又明确地对消费物价指数加了权，使之包括这一项。另一方面，批发物价指数则过分重视进口原料而过于轻视制成品。但是如果由于没有什么更好的东西而将就采用后者作为不包括劳务的产品物价水平指数的话，则利润的膨胀（或紧缩）程度可以用上表的 MVw/O 来除这个指数，作为极其粗略的指标。必须注意，我们采用 1924 年作为基年时，便暗中假定了这一年是平衡年，其中利润膨胀或紧缩的程度都不显著。

可能的错误来源目前已经累积了许多，以致使我几乎没有办法重视上表的最后一栏了。但是，至少它不会与第三篇的主要论点的结论相矛盾。因为这里所提出的利润膨胀或紧缩的程度与我们合理的预期是完全符合的。1920 年的繁荣（持续到 1921 年的

① 这样也会使上述用途下的 MVw/O 在一定程度内不能应用，但程度不太大，因为相当于劳务报酬的货币周转量是比较小的。

上半年，但却被这一年下半年的萧条抵消了)，1922—1923 年萧条的持续，1926 年的严重困境、以及 1927—1929 年长期拖延的利润紧缩等等，都有恰如其分的说明。

第六篇　投资率及其变动

第二十七章　固定资本——投资率的变动之一

当储蓄与投资之间发生不平衡状态时，原因出于投资率变动的时候多，出于储蓄突然变化的时候少，储蓄率在正常情况下性质是相当稳定的。因此，为了了解第一卷中所分析的各种不平衡状态的起源和严重性，主要必须考虑促使投资率发生变动的原因是什么，并估计一下这些变动的大概量值。在本章和下两章中，我们将依次论述固定资本、营运资本和流动资本的投资发生变动的原因以及变动的程度。这几章都是属于题外话的性质，在货币论中讨论它们是有问题的。但由于投资率的变动问题在别的地方所作的讨论都不能满足我的要求，所以就必须包括在内。

就固定资本而言，投资率发生变动的原因是容易理解的。企业家受到吸引而从事于固定资本的生产，或者受阻而不敢从事这种生产都取决于他们对利润的预期。除了说明这些预期在一个变动的世界里为什么一定会变化不定的许多次要理由以外，熊彼特教授对于主要动态所作的解释可以毫无保留地予以接受。他指出:“比较少数的一批特别活跃的企业家不时作出革新，——他们把科学的发现与机械的发明付诸实用、发展新的工商业组织形式、引入不常见的生产品、征服新市场、开发新资源、改变贸易路线等

等。诸如此类的变革大规模实行时就使一般墨守成规的商人订计划时所依据的资料发生了变化。但是少数天赋特高的个人得到成功之后，他们的先例就使大群的步后尘者容易随之而如法照行。所以革新的浪潮一经开始之后，就会势头愈来愈猛”。①

在这里我们只需补充这样一点：进行革新的企业家在利息成本不致使之望而却步的条件下，实现革新计划的速度要看银行体系负责人的合作程度而定。这样说来，引起信用膨胀的刺激虽然来自银行体系以外，但却只有在允许货币机构对这刺激发生反应时才能出现；就这种意义说来，它们不失为一种货币现象。

以上所讨论的变动都是投资倾向在一定利息率条件下发生变动而引起的。除此以外，还有些投资率的变动是由于利息率方面的变动所引起的。在第十三章所讨论的方法下，当我们从一分固定资本上取得的收入不变时，利息率的变动会影响到拥有该固定资本的利益。但在固定资本的供应相对于需求而言没有发生变化以前，这种收入是没有理由发生变动的。不过改变固定资本供应量的过程，在该项资本所产生的收入再度和利息率达到平衡以前，实际上就等于是投资率的改变。

所以，当利息率的变化不是由于使用或享受固定资本的需求表的变化所引起的时，我们就有理由预料定将有投资率的变化发生。

值得顺便提出的是：除非所需的变动小，否则固定资本供应增加的变化所经过的过渡过程比减少的过渡过程容易。原因是：现

① 此处关于熊彼特教授的见解的简洁撮要录自密契尔的《论商业循环》，第21页。

存固定资本的折旧率限制了它的全部供给量减少的速率；而且由于需求弹性的不同，各种不同的固定资本所受到的影响是不相等的，于是实际的最大限度减少率将确定在更狭窄的范围内。

一、统计的指标

当我们寻求有关的统计资料，以便替这些变动的程度找出某种准确的尺度时，就会发现这种统计资料既少而又不能令人满意。一个社会的固定资本投资增加率本来应该能够作十分严格的量度，可是事实上可以办到这一点的数字连一套也没有。所以，充其量我们只能运用一些部分的指标，尽可能从它们的综合结果中作出判断。

也许有人会设想，投资市场上的新发行额可以用作相当准确的指标。但是这种总数并不能充分表示房屋方面的投资率，因为房屋大部分不是通过新发行市场，而是通过其他方法得到资金的；然而房屋建筑也许比任何其他投资都大。从另一方面来说，许多所谓新的发行仅仅代表着现存资产的转让，而在控股公司、金融公司和投资公司方面却可能有大量的重复成分在内。此外，即使就主要依靠发行债券来提供资金的那些投资来说，债券进入市场的日期和相应投资实际进行的日期是不一致的。因此，债券的发行额对于本身为之提供资金的各类投资的短期波动来说，不能成为良好的指标。因此投资率的变动可能要不是比发行率的变动大一些，便是比它小一些。话虽如此，新发行额的变动仍不失为必须加以考虑的部分指标中的一种。

现代世界的固定资本绝大部分（也许不下于 3/4）是由土地、

建筑物、公路和铁路四者所构成的。因此，当我们从金融方面转到实际物质方面来看时，任何统计数字，凡是对这四方面的生产活动直接有关的，都将有一些帮助。美国方面有一套这种性质的统计资料对于我们说来极有意义，——那就是营造许可证的月度价值。因为“营造”一词在这里普遍包括建筑和承包工程（我想公路、下水道等等也都包括在内），所以这些数字大大地提供了我们所需要的材料。在大不列颠方面我们没有与此相类的数字，但营造业和承包工程工业中的就业人数，以及《劳动公报》上所刊载的不完全的营造业季度汇报资料，也对于这些方面的投资量提供了一些指标。

今日的固定资本投资中不运用一定量钢铁的比较少见。因此，有些著作家①便主张钢铁的消费量不失为测量固定投资率的可靠尺度，而这方面的材料在长期内却可以得到相当准确的数字。但工艺方法变化无常，而不同类型的投资即使在消费钢铁的地方，其消费的比例也大相悬殊，例如房屋建筑与造船业比较时就是这样。所以我们最好不要过分夸大这种指标本身的价值，而只能把它看作几种指标中的一种。

不幸的是，沿着这些不同的路线进行统计探讨的结果，（概述请参看密契尔著《商业循环》一书各页），无法列为表格以致不能对固定资本投资率逐年变动的大概量值作出任何令人满意的数字估价。可是这些结论却十分肯定，足以说明这些变动是巨大的，和信用循环各阶段相关程度之高，完全达到了根据理论所预期的情形。

---

①　尤其是赫尔和斯皮特霍夫。

二、以固定资本投资率变动为基础的几种信用循环理论

的确，固定投资量的变动这一事实以及其与信用循环的关联早已为人们所熟知，而且已经被许多著作家用来作为解答信用循环问题的基础。如果我的说法正确的话，这些解答虽是不完全的(特别是由于它们忽略了营运资本方面的变动)，但据我看来，其中大多数都抓住了某些部分的真理，纵使彼此所得到的结论看来恰恰相反也是如此。有些著作家把这种循环归之于储蓄不足，而另一些著作家则诿之于投资过分。试以密契尔教授所作出的下列对比为例(见前书，第 151 页)："杜冈—巴拉诺夫斯基教授认为，危机的来临是因为人们没有储蓄足够的货币来应付繁荣时期的巨额资本需求的缘故。斯皮特霍夫教授则认为危机的来临是因为人们用于工业设备上的储蓄过多而用于消费财的储蓄则感不足的缘故。"假如我们把两种说法中的前一种解释为储蓄赶不上投资；而把后一说解释为投资超过储蓄，那就可以看出，这两位权威所指的基本上是同一件事，同时也就是我所指的那一问题。

因此，我十分赞同杜冈—巴拉诺夫斯基、赫尔、斯皮特霍夫和熊彼特等人所组成的学派①，其中第一个和最富创造性的是杜冈—巴拉诺夫斯基②。我尤其赞同的是这一学说在杜冈—巴拉诺夫斯基本人的著作中以及两位美国非职业经济学家（有些人也许目

① 关于这一学派各种见解最好的简短总结，可参看密契尔:《商业循环》第 20—31 页。

② 他的学说最初是 1894 年时用俄文发表的。

之为狂生)——罗蒂[①]和约翰森[②]——的著作中所采取的形式。杜冈—巴拉诺夫斯基的缺点在于主张(至少也曾隐示)这样一个论点：在萧条时期里储蓄可以在非投资的形式下以某种方式积累起来；然后这笔积累的资金在繁荣时期里又渐渐地被用掉。另一个错误在于他提出：储蓄之所以象这样不能依照稳定的速率实现为投资，其原因在于财富分配的不均，而不在于熊彼特对下一方面的"创新"之说，即银行体系未能以一种方式作出反应，以便保持所需的稳定程度。但是有些著作家们没有一个清楚地理解了储蓄与投资间的不平衡对物价所产生的直接影响以及银行系统所起的作用。在这一方面披荆斩棘的先锋工作是罗伯逊先生作出的(见《银行政策和物价水平》)。不仅如此，由于缺乏一种适用于信用循环问题的货币数量说，他们还没有探究到问题的根源或者认识到营运资本的增加所引起的循环至少和主要由于固定资本的增长而形成的循环同样地是"典型"现象。

---

① 罗蒂上校的"过度投资"学说可以更直接地应用于因为营运资本增长率超过储蓄率而形成的循环。但是它的优点在于认识了在这类情形下，问题的本质在于当扩张一开始时购买力马上就创造出来了，而商品则要到往后的日期才能随之而出，其时间取决于生产过程的长短。

② N. 约翰森先生的学说最初发表在他的著作《关于危机的一个被忽略之点》(1908年版)中，后来又在1925,1926和1928连续刊行了小册子。他关于"有害的储蓄"的学说说明从消费开支中撙节出来而又没有实现为资本支出的储蓄，使得已经生产了消费品的企业家们，不得不把这些产品亏本出售。据我看来，这个学说是很接近于真理的。但是约翰森先生把本期储蓄之不能实现为资本支出，看作是现代世界中多少带有永久性的事情；他说这是资本市场已经达到了饱和点的缘故，而不是由于银行体系常常暂时不把全部储蓄转交给企业家造成的结果。并且他也忽视了这一事实：这种病征如果真象他所诊断的那样，那么利息率降低就是一种救治良方了。

第二十八章　营运资本——投资率的变动之二

在具有必备条件时（这些条件我们将在本章的较后几节中加以阐述），就业量的增长通常有待于营运资本量多少成比例的增长。所以，营运资本投资的变动和就业量的变动是密切相关的。比如投资繁荣或者原有萧条状况的复苏所造成的反常活动都可能使就业量增加。无论如何，正如我们在前面已经看到的，信用循环往往和营运资本投资的增加相联系；如果在原始阶段不是这样，那么在次级阶段就是这样。不仅如此，纵使就业水平还远在最适度以下，除非能同时增加营运资本的投资量，否则，增加就业量一般也是不可能的。

这些条件所造成的营运资本流转基金量的变动，其实际意义要看它们的大概量值而定。这种变动相对于可以用来补充营运资本的新投资（来自新储蓄或流动资本的减少）的形成速度而言，如果很大的话，那么我们所面临的问题便有很大的实际意义，我们的分析也就可能提供一个重要的线索来解释繁荣和萧条中的时间因素。繁荣现象可能代表着隐蔽在信用制度的外貌下的一种斗争，也就是使营运资本的补充速度大于其在物价稳定状况下所能实现的速度的斗争。

从另一方面来说，假如营运资本需求量的可能变动相对于其

他因素而言十分小，以至任何不足之数都可以迅速地由本期储蓄和流动资本的贮量[1]来补充的话，那末上述分析的实际意义就不重要了。

因此，让我们进而试用数量法来估计各个不同的因素。比如说，使大不列颠的工业制度充分运行究竟需要多少营运资本？在繁荣与萧条之间这种需要量的变动究竟有多大？这种变动对于流动品贮量、本期储蓄之流、总投资之流以及固定资本投资量的可变性等，究竟具有哪些关系？

一、统计的指标

为了对于大不列颠的营运资本在正常条件下的大概量值（即处理过程中的货品价值）求得一个近似数字，我们主要必须考虑产品的价值以及生产过程所占用的平均时间。比方说，如果生产过程平均持续六个月，而产品价值又是按稳定速率逐步增长的，以致在六个月内的平均价值等于最后价值的一半；那末我们就可以推论出，所需的营运资本等于三个月的产品。

显然，不同产品的单位产值所需要的营运资本量是有极大差别的，其数值与生产过程的长短相适应，最少的是个人劳动，几乎不需要什么资本；而在某些最多的情形所需用的营运资本则相当于一年或更多的产品。

当我们计算某个国家所需要的营运资本时，也得考虑该国必须在贸易与制造过程中的哪一个阶段对进口货付款，在哪一个阶段可以收到出口货的进款；因为前者就该国的进口货来说是营运

① 这是霍特里先生所主张的说法，参看他的《贸易与信用》，第126和156页。

资本需求的开始日期，后者就该国的出口货来说是这种需求的终止日期。在大不列颠，开始日期一般比实际进口日期早，而终止日期则通常都在出口日期之后。中国人穿着的衬衫的“处理过程”开始于准备棉田播种，而终止于中国人上街购买。第一阶段的营运资本是由美国供给的，从购进原棉或稍后的时候起，营运资本就是由兰开夏供给的；到上海叫卖或其前后不久的时候，营运资本则是由中国供给的。整个过程的平均长度自一年半至二年不等，其中由兰开夏负责的时期为六个月至九个月，然而在兰开夏接过来以前，产品就已经获得了大量价值。筹措营运资本的负担在三方面的分配可能有很大的变化，这要看中国商人支付价款的迟速以及棉花期票在纽约与伦敦的市场上流转的时期而定，后者主要受相对利率的控制。这一例子说明了在一个进行贸易的国家中要作准确计算是很困难的。但在本国以全年均匀一致的速度消费的国产农产品却提供了一个比较简单的例子。据计算一个生产各种谷物的混合农场所需要的营运资本约等于一年左右的产品，而一个生产牧草和乳品的农场所需要的运用资本则等于半年的产品。①

另外一个可以提出相当确定的数字的例子是铜。铜在达到消

① 这些数字是以W.C.D.惠特哈姆先生在《经济学杂志》1925年12月号上发表的计算为根据的。在混合农场方面，他按月计算的数字是这样：

混合农场所需数		乳品农场所需数	
谷类	13.6至14.5	乳类	7.65
牲畜	17.7	肥猪	3.9
乳类	8.3	家禽和蛋	3.0
羊和羊毛	15.0	加权平均数	7.01
猪	8.6		
加权平均数	13.77		

费者手中以前的连续五次过手量都有统计材料可资稽考。熔矿厂的粗铜、运输中的粗铜、精炼厂的粗铜、提炼过程中的金属以及精炼厂手中的精炼铜等五项的总量等于全年所产纯铜的1/3到1/2。这儿所说的只是冶金系统。如果将运输途中的铜、制造者所运用的铜以及废铜包括在内，则美国金属统计局局长W.R.英戈尔斯博士就有这样看法："美国铜的正常贮量相当于6至12月的产量，而12个月的产量更接近于事实。"①

如果把每一种主要工业中的营运资本都作一个准确的统计学估计，就会是一桩有意义和有用的工作。我现在无法这样做。但就目前的论点来说，只要对它的大概量值得出一个粗略的近似数字也就够了。

我主张从大不列颠的统计资料出发，从1924年的生产活动水平、物价水平和工资水平着手。我们主要必须依靠对外贸易数字，全部工资总额，以及生产普查所得到的结果。

现在不妨考虑一下下列有关大不列颠在1924年的物价水平和贸易活动的统计约数：②

1924年生产普查——	单位：百万英镑
列入调查范围的全部工业净生产额	1,719
其中包括：	
矿业	236
金属与机器制造业	380
纺织，制革和服装业	305
营造和承包工程业的毛生产额	189
农业的净生产额	300

① 见W.R.英戈尔斯：《美国人民的财富与收入》1923年版，150页。转引自密契尔：《商业循环》第96页。

② 参看弗勒克斯：《论国民收入》，原载《统计学报》，1929年，第I和第II两部。

个人劳务和消费资本(房屋)的运用……………………………………650
运输和分配的成本……………………………………………………1,000
进口货…………………………………………………………………1,280
出口货…………………………………………………………………795
工资总额………………………………………………………(约)2,000
银行垫款和贴现(九家银行)……………………………………1,030
国民收入………………………………………………………………4,000

我想这些数字说明，1924年大不列颠的营运资本大概在15亿英镑至20亿英镑之间。工农业的净生产额加上进口货共达33亿英镑；为这一数额提供六个月的资金，就需要165,000万英镑，运输和分配费用还没有计算进去。上述的两个极限和上面所征引的其他指标也相当符合。具体说来，这两个数字大约是全年收入的40—50%左右。在更精密的估计数字尚未出现前，我主张暂时采用这些数字作为大不列颠的营运资本大概量值的指标。

美国方面的相应计算说明这一估计不至于失之过高。美国国情普查和联邦贸易委员会对1922年美国财富的估计都把制造中以及向消费转移过程中的货品价值计算为360亿美元，这个数目大致等于该年国民收入的一半。纽约标准统计服务社为美国各大工业公司的"盘存"量编制了有趣的统计数字，这种"盘存"量和上面所说明的营运资本极为接近。他们发现五百家以上最大的企业的盘存(约占全国工业资本的1/3)达到这些企业本身资本总额的17%左右，约等于全年净收入的125%，全部工业营运资本共有90亿美元之谱。此外还得加上农业营运资本，以及大部的贸易与另售业的营运资本(有些贸易公司和零售业公司已经被列入标准统计服务社名单中)。虽然如此，该服务社的统计数字使我认为，不问1922年的情形怎样，1927年的营运资本总额大概略少于国

民收入的一半。

由于美国采矿业和农业相对于制造业的重要性比英国大，矿业和农业又都是生产过程长的企业，所以人们就会预计，美国的营运资本在全年收入中所占的比例比大不列颠大。从另一方面说来，大不列颠在遥远的市场购销的规模相对说来很大，因而在另一方面有所靡费。

因此我们便只能得出这样一个结论：营运资本的价值大约等于一个国家全年收入的 40%—50%。

其次，我们必须考虑一下，营运资本在萧条达到最低点时比繁荣达到最高点时减少多少。娄先生[①]关于英国的生产指数以及斯奈德先生[②]关于美国的生产量指数情形是这样(见 90 页表)：

另一种关于美国实际生产量的指数是弗洛伊德·马克斯威尔先生在哈佛经济研究所主持下一直编到近年的数字(见《经济统计评论》，1927 年 7 月号第 142 页)：

各种实际产量的指数目前还在幼稚时期，上面所列的任何一种都不能说已经达到了高度的准确性，但是对我们现在的目的来说也许已经够好了，尤其是它们都显得相当吻合。这些数字说明，繁荣年和随后的萧条年之间的变动在严重的时候可达 15%—25%。

因为这些数字是全年的平均数，所以繁荣最高点和萧条最低

---

① 伦敦—剑桥经济研究所发表。为了保持记录的连续性，我在这里照录了他原来发表的数字，后来他曾经把较后几年的数字作过重大的修正。这指数并没有按长期趋势校正。

② 斯奈德：《商业循环与量度》，第 239 页。指数以 87 个项目为根据，没有根据长期趋势校正。

年　　度	大不列颠（娄氏）1907—1913=100	美国（斯奈德氏）1910—1914=100
1907	100.1	91.48
1908	93.2	81.75
1909	96.8	90.94
1910	97.1	96.28
1911	101.4	94.66
1912	103.5	101.93
1913	107.5	105.26
1914	..	102.20
1915	..	109.84
1916	..	124.53
1917	..	131.39
1918	..	125.49
1919	..	121.67
1920	97.2	128.97
1921	73.7	110.91
1922	88.7	128.66
1923	92.3	144.10
1924	97.5	141.22
1925	96.4	149.69
1926	79.8	..
1927	99.9	..

点之间的变动比这还要大得多。密契尔教授在《商业循环》一书中（第343—354页）相当详细讨论了1878年至1923年的商业循环的幅度，其中包括13次大动态。五种不同的企业活动指数的一般情况相当一致地说明，企业在萧条的最低潮时平均比正常水平约低13%，在繁荣的高峰时平均比正常情况约高13%；两种情形下的最大数字各比正常水平约低或高25%。

根据工会百分数（1921和1922两年都比1920年低13.5%）来看，大不列颠就业量的变动数字比上述数字小得多；——这是预

年度	农业		矿业		制造业	
	根据长期趋势校正的数字	未经校正的数字 1899=100	根据长期趋势校正的数字	未经校正的数字 1899=100	根据长期趋势校正的数字	未经校正的数字 1899=100
1899	102	100	101	100	98	100
1900	100	101	97	106	93	101
1901	88	89	97	115	99	112
1902	108	114	98	123	105	122
1903	98	105	100	135	101	124
1904	106	116	94	136	95	122
1905	105	118	105	162	106	143
1906	109	125	105	170	110	152
1907	96	112	109	186	106	151
1908	100	119	87	154	87	126
1909	98	118	101	189	103	155
1910	100	122	102	208	101	159
1911	94	115	95	207	93	153
1912	108	137	102	221	102	177
1913	94	121	102	237	102	184
1914	106	137	95	225	91	169
1915	110	144	99	239	98	189
1916	96	126	108	269	112	225
1917	101	134	112	288	109	227
1918	100	135	110	289	104	223
1919	101	137	95	257	98	218
1920	110	150	105	293	101	231
1921	90	124	82	233	76	179
1922	99	138	87	254	97	237
1923	98	138	116	349	112	281
1924	96	136	106	324	101	259
1925	97	140	106	333	110	290
1926	99	144	113	361	111	301

料得到的事，因为这些百分比并没有充分反映出部分就业和就业强度降低的缘故。美国的就业量从1920年的最高峰到1921—

22年的萧条最低潮，在工厂、铁路、矿场方面大致下降了30%，整个的就业量下跌了16.5%——农业、零售业、以及家庭服务和私人服务下降3%—4%，使平均数趋于降低。

企业活动的变动当然不能用来衡量国民收入方面的变动，而是大大地超过后者。因为国民收入里面还包括着私人服务以及固定消费资本的使用，而这两个项目却比上述项目要稳定得多；在大不列颠方面，除此之外还包括海外投资的收入。这种变动更不能用来衡量国民消费方面的变动；因此在繁荣时期投资会增加，在萧条时期投资又会减少。① 例如，金先生关于美国的实际零售量数字在繁荣与萧条之间的差额并不超过7%。这和其他指标是相符合的。我们对于繁荣与萧条之间的消费变动的大概量值的估计不应超过10%。

因此，假定“企业活动”的峰值在程度最大的情形下比正常水平高出25%，在一般程度的信用循环中高出13%，并假定在不景气的最低潮时低于正常水平的数字与此相应。可是营运资本需求量变动的幅度并不会有这样大，因为它受着长度与此过程相等的时期中的生产因素平均就业率控制，同时它还包括一般存货与季节存货的资金供应，这些存货不会象就业量那样严重地减退。权衡一切的考虑条件后，我们也许可以假定至少为了说明起见可以这样做：营运资本需求量的变动幅度大致等于“企业活动”变动幅度的1/3；也就是说，在严重的情形下，从最高峰到最低潮的变动

---

① 英戈尔斯博士认为(转引自密契尔前书第154页)，在1920—22年间，美国的储蓄量(大概意味着我所说的投资量)缩减到正常数量的一半左右——大约，从国民收入的14%或15%，缩减到7%或8%。

幅度是15%，在比较寻常的场合则是10%。应当顺便指出的是，营运资本最大和最小需求量的出现日期和"企业活动"最大的与最小量的出现日期并不一致，一般说来较为靠后。

如果这些粗略的指标可以接受的话，那末大不列颠的营运资本资金，在1920—22年的繁荣和萧条之间，减少了25,000万英镑左右(按1924年的物价计算)，也就是占165,000万英镑的15%；这儿繁荣时期的数字大约是175,000万英镑，萧条时期是15亿英镑。和以前一样，我并不说这些数字具有统计的准确性，但却可以作为我们所讨论的极端情形下的量值状况的指标，说明我的论点。

这个25,000万英镑与同期的全年正常储蓄量之间的关系怎么样呢？大不列颠目前储蓄水平，据最可靠的估计，大约为每年5亿英镑。1922—23年的数字可能要低些，大约是40,000—45,000万英镑。因此，营运资本，在繁荣与萧条之间的减少在这种情形下足足等于全年储蓄量的一半。

一般说来，国民收入中的正常储蓄百分比被定为12%—15%。所以，如果营运资本在正常情形下是国民收入的40%—50%，而变动量则为10%—15%，那末营运资本的变动量就等于全年储蓄量的1/3—1/2。

可是，我们不能认为本期储蓄可以全部用来补充营运资本，甚至大部分用于这一目的也办不到。理由是：在平衡状态下除营运资本的正常增长以外，本期储蓄全部都可以用来增添固定资本，投资市场主要就是看到这种情形而组织起来的。不但如此，对外投资也始终有所增添；新建筑永远不会停止；新储蓄量通过这些和那些途径经常有极大一部分被吸引到固定资本中去。此外，某些制

造过程中的货品也确定要以固定资本的形式出现。

所以，当营运资本需要补充的时候，要迅速地实现这项补充就不可能不破坏价格与收入之间的平衡，纵使及时采取适当的步骤，也要经过二年或更多的时间营运资本才能回复原状；如果不采取这些步骤的话，所需的时间就更长了①。

当就业量正在下降的时候，企图通过增加其他方面的投资来补偿营运资本的减小，也同样是不可能的。因此，单单是就业率下降这一事实就几乎必然会引起投资率的下降；只是由于我们惯于主要根据新资本的发行额以及房屋等形式下的固定资本储存量（跌落不如此显著）的增量来衡量投资，所以我们可能看不见净投资额在这些时候减低的全貌。例如，《经济学家》杂志为伦敦市场上的新发行额总数（不包括不列颠政府为转换短期公债而发行的国家证券）所编制的统计表情形便是这样：

年　度	票面额总计（英镑）	物价水平*	根据物价水平校正的总数（单位：英镑）
1919	211,000,000	162	130,000,000
1920	330,000,000	194	170,000,000
1921	186,000,000	125	149,000,000
1922	204,000,000	100	204,000,000
1923	194,000,000	100	194,000,000

* 批发物价指数

因此，新发行额果真是投资率的准确指标的话，那末萧条年份1921年的投资率实际上就反而比1919年大了。但是我们不妨想想，营运资本的资金在第一次世界大战后的1919年全年和1920

① 密契尔教授的统计表（《商业循环》，第338页）说明：上升时期平均长度略少于2年，最大长度约为3年。

年的一部分时间中迅速地增长起来，而到1921年时又同样迅速地消耗；想到这一点时，上述的数字的情况就有所不同了。下面我列出一张计算表，这不是以统计材料为根据的，而是对可能发生的事情进行一种并非说不过去的臆测，目的是说明我的论点而不是陈述历史事实：

（根据1923年的物价水平）

年度	固定资本净增额（包括对外投资在内）	营运资本	净投资总额
	英镑	英镑	英镑
1919	280,000,000	+120,000,000	400,000,000
1920	370,000,000	+120,000,000	490,000,000
1921	275,000,000	−250,000,000	25,000,000
1922	330,000,000	+ 75,000,000	405,000,000
1923	370,000,000	+ 50,000,000	420,000,000
1924	390,000,000	+100,000,000	490,000,000

由于繁荣的最高峰发生在1920年的年中，而萧条的最低点则发生在1921年的年中，我们在1921年上半年的净投资额很可能是微不足道的。在1924年年底，可能仍然至少须要额外增加5,000万英镑营运资本才能使当时可用的生产要素充分就业。在美国方面，由于种种原因，1921年以后营运资本贮量的补充比这要快得多。

我们不妨把这个数字和《经济学家》杂志（1924年10月4日）上所发表的国民收入净额的粗略估计数字核对一下（仍然是为了说明）：

（1923年的物价——单位：百万英镑）

年度	《经济学家》刊载的净收入额	净投资额（同上）	消费额
1920	3,480	490	2,990
1921	2,816	25	2,791
1922	3,140	405	2,735
1923	3,470	420	3,050

这些数字可能遭到许多批评。我认为，《经济学家》的一切数字在绝对量上都失之过低，而 1921 年的收入数字相对说来又失之过高。但是为了说明一年与另一年之间变动可能具有的量值概况，这些数字还是有其价值的。

这些说明数字主要说明的问题是这样：关于 1922 年初的生产量和就业量，除非营运资本的流转基金能以同一步调恢复或者真实工资有极大的降低，否则就不可能回复到 1920 年春季的水平。[①]但是这种基金一旦由于 1920—1921 年的事件而耗损了以后，就除非是总投资大大增加、或者以固定资本形态出现的收入的比例大大减少，否则营运资本就不可能十分迅速地恢复。可是要实现第一种办法，除非是分布在整个期间里实现，否则就不可能不引起严重的通货膨胀。第二种办法由于种种原因也是这样。比方说，要大家放弃盖新房子是行不通的。此外，当时正在制造中的货品通常有一部分可能已经划定要以固定资本的形态出现，要加以改变就得要时间，可能需要大半年。最后，生产因素中有一部分是生产固定资本的专门化生产因素。如果固定投资削减得过分猛烈，对于就业量而言在一方面所造成的损害程度不亚于原先在另一方面所造成的好处。不但如此，由于那次萧条广及全世界，所以当时不容易象德国在 1925 年那样以原料和半制品的形式从外国吸引新的营运资本。因此，旨在促使生产率与就业率迅速增加的货币政策几乎势必会使投资超过储蓄。所以，事实很明显，营运资本量的变动是非常大的，有时能成为导致储蓄率和投资率之间不平衡状态的一个**重要**因素。

① 在大不列颠，真实工资的下降有一大部分事实上推迟到 1922 年年中才实现。

以上主要讨论的是营运资本的统计和数量方面，但营运资本理论的一般方面则大大地忽视了。在蕴酿这部著作中的论点时，我觉得这问题必须费很多思考，纵使只是为了澄清我自己的思想也是这样。在本章的后面几节中，我不揣冒昧，提了一个研究结论的概述。

二、营运资本的理论

本书第Ⅰ卷第九章对“营运资本”所下的定义有加以扩充的必要。我把营运资本解释为生产、制造、运输和零售过程中的财货品总体，其中包括为了避免制造处理过程中的危险或渡过季节性不规律情形（例如在两季收成之间的时隔或单季收成在平均数上下的变动等）所必需的最低限度存货（不论其原料或是制成品），至于营运资本的成本，则是指货品总体的成本。这里面并不包括剩余存货，因为这种存货是流动资本。至于处理过程中两种不同的货品则无分轩轻，一概包括在内：其中一种是食物和纺织品等表现为流动收入的货品，其消费分布时期很短；另一种是房屋和铁路等表现为固定资本的货品，其消费必然会分布在一个很长的时期内，而不是立即可以用掉的。

在这种定义下的营运资本量取决于以下各点：

（一）过去与生产过程长度相等的一段时间内的投入率（即产品投入制造机器的速率）。

（二）单位产品在处理过程的每一阶段中现在和以往的生产因素使用强度。

（三）使用生产因素的处理过程的长度。

（四）单位时间的生产成本率；即生产因素应用于产品的单位有效工作报酬率；为了简便起见，可以称之为工资率。①

（五）为了渡过季节性不规律情形而必须贮存的存货的价值。

从这里不难得出一个公式，以便计算最普遍的情形下的营运资本② 总量。如果我们把任何时候的"雇用率"界说为处理过程中每一阶段的产品单位总数分别乘以各该阶段的雇用③ 强度，那末只要把雇用率乘上工资率，根据时间积分，把一切尚未终了的处理过程推算到开始时去，就可以得出营运资本的总量。用一个最简单的例子来说明也许比较容易领会些，也就是说，我们不妨假定产品的投入率以及生产因素雇用强度率都不变。在这种情形下，所需的营运资本量等于雇用率乘上处理过程长度的一半，再乘上生产成本率（营运资本＝雇用率×1/2处理过程长度×工资率）。这样一来，由于单位时间的工资总额等于那一时间内的雇用量乘上工资率。所以我们也可以用另一种方式表达说，营运资本量是任何时候的工资总额乘上处理过程长度的一半（运用资本＝工资总额×1/2处理长度）。同时，在最简单的例子中，投入率和处理过程每一阶段的雇用强度都是稳定的，而工资总额又等于投入率乘工资率再乘过程的长度，所以营运资本＝投入率×工资率×处理过程长度的平方的一半。在上面的几个算式中，加入因数1/2的原因是，如果处理过程的一切阶段的处理率是恒定的，那末任何时候

① 这里的所谓"工资"包括一切生产因素的报酬在内。

② 在后面的几节中，贮存季节性存货所需的营运资本一概未计。

③ "雇用"一字此处作一切生产因素的雇用解。

被处理产品的总体，平均说来便都是半制成状态。但是这一特殊的数字只是供说明而已。如果雇用强度在处理过程的某些阶段比其他阶段大(很可能如此)，或者投入率并不稳定，那就应当采用其他数字。

让我们把这些因素逐一地加以讨论。

(一)当产品按稳定的速率投入处理过程之后，雇用强度或处理过程的长度没有发生变化，以致使投入率和产品率都是稳定的，那么雇用率便和产品率相符合，雇用量乘上工资率就等于本期产品的生产成本；因之报酬便等于产品成本。但如果投入率不稳定，雇用量上下波动，那末情形就不那么简单了，“生产量”一词的意义也变得含糊了。有时候搞不清楚所谓“生产量”究竟是指雇用量呢，还是指产品量。显然，从“长远”看来，平均生产量必然会受平均雇用量控制，但是在变动中却可能暂时分离。因为在萧条时期中，雇用量的降低比生产量的降低要快得多和早得多，在繁荣时期的恢复也要快得多。同样地，营运资本的总需求量在萧条时期的减退以及在繁荣时期的恢复都比生产量快，但却比雇用量慢。产品量的统计数字说明的是截至目前为止的雇用情况，雇用量的统计数字说明的是未来的产品量。至于营运资本的需求量则取决于过去时间不太久，尚未反映在产品量中的雇用量数字。所以，我们最好不要把“生产量”一词用来指本期产品量，而要用来指生产因素的雇用量。为了说明起见，我们姑且假定处理过程的长度是6个月。根据6个月中的每日平均产品量统计数字就可以推算出本期开始时的雇用水平；如果要求得这个月开始时的营运资本量就必须求得6个月中的每天平均生产量，逐日数字根据该日与6个

月结束时相距的日数加权。[1]

对过去事件寻求解释和对未来事件寻求预测的人，由于对三种现象之间的时滞未予以足够的注意，以致经常造成错误。这三种现象是产品量、营运资本需求量和雇用量。下面所说的情形就是一个例子。原料输入大不列颠可以看作是投入率的粗率指标；制成品的输出可以看作是产品率的粗率指标。因此，在萧条的初期阶段，当投入率正在下降而生产率还没有下降的时候，我们就应当预计到出口量会超过进口量。反之，在繁荣的初期，当投入率正在上升，而产品率尚未上升之际，我们就应当预计到进口量会凌驾于出口量之上。

（二）当贸易活跃的时候，尤其是在停滞时期之后开始复苏的时候，增加雇用强度大概是可能的。所谓增加雇用强度，就是在单位时间内对处理过程中的单位产品增加生产因素量，其结果是加速处理率和缩短处理过程。如果恢复中的需求要求“提早交货”，以致加快速度可以得到额外的收益，那么企业界就的确会存在一种强烈的吸引力，使它们增加雇用强度以便加速处理率。因此，与已增加的雇用强度相应的新增加的营运资本需求量可以由于处理率加快而部分抵消。如果处理过程的长度因雇用强度加倍，而减少一半的话，那末，在其他一切条件相等的情形下，营运资本的需求量最后也会打一个对折。

从另一方面来说，当处理过程中的货品量已经接近于可用处理工具的最大容限时，其处理率就往往会发生停滞。其原因是不

[1] 在这个例子中，我虽然不再假定投入率是稳定的，可是为了简化起见，我仍旧假定处理过程中每一阶段的雇用强度是稳定的。

同的处理工具的相对供给量并不完全平衡，速率就会受到供给最不充分的工具的容限的限制。换句话说，处理过程中的某一阶段就会发生"壅塞"。

（三）处理过程的平均长度可能由于雇用强度降低（上面刚讨论过）或处理技术的改变（很可能是慢慢发生的而不是突如其来的）而增加。同时也可以由于某些货品的生产规模改变而增加，这些货品的处理过程由于技术上的理由相对于处理过程短的货品而言是长的。最后一个原因在短期内有时是重要的，但并不永远如此。比如在纺织品激增时，其最终产品的单位价值所需要的营运资本比钢轨在激增时的需要多，而中国茶叶畅销时比本地黑莓畅销时所需要的营运资本也更多。

（四）生产因素工资率的增加对于营运资本的货币成本可能发生重大影响。比方说，如果劳动的需求量增大、工资上涨，那么单位产品所需支付的工资总额就会增加。

在某些实业中，工资的相对上涨就可能对营运资本的成本发生极其重大的影响。如果发生在相对说来需要大量营运资本的实业中时，情形就是这样。营运资本的正常需求量中一大部分也许是来自营造业、处理过程中的纺织品和收成按季节进行而消费率整年稳定不变的农产品等，其比例远大于许多批发物价指数所给予的重视程度。象 1921—1923 年所经历的那样，纺织品的价格暴跌、农产品价格相对跌落（由于丰收而造成的除外），那么整个看来就意味着这些实业的生产因素的低廉工资必然会大大减少营运资本的需求。象 1924 年那样麦价和一般谷物价格回升就必然会大大地增加这种需求。

不同的实业中生产因素相对工资的变动，以及生产量的变动一般说来是促使营运资本的货币成本发生剧烈变动的两个主要原因。但是还有些变动却是从季节性存货量的变化中产生出来的，现在必需加以考虑。

（五）根据本章所下的一些定义，营运资本必须提供资金，以便在青黄不接时贮存季节性的存货（这种贮存就是“处理过程”的一种形式）；并应付一季收成到另一季收成之间的“续储量”的变动（因为这种续储量对于单季收成必然会在平均收获量之上发生的摆动来说乃是必需的）。另一方面，按各季平均说来，造成相对生产过剩的错误所引起的净预期剩余则应归作流动资本。

但由于好收成往往使有关作物价格相对下跌，而坏收成则使之相对上涨，所以因贮存谷物所需的营运资本总值可能会、也可能不会和收获量的大小作同一方向的变动。为了说明这一点，我们不妨假定一般小麦收成是 100，一般续储量是 20，并假定消费掉的小麦量平均必须贮存 6 个月，续储量必须贮存 12 个月。当正常续储量和正常收获量的数值为 100 时，命价格为 p；当收获量为 110 时，命价格为 p_1；当收获量为 90 时，命价格为 p_2。再假定在上述的三种不同的情形之下，消费量始终是 100，那末所需要的营运资本量（单位：镑/月）便是：

正常收成　　$6\times100\times p+12\times20\times p=840p$

在正常年景之后出现的好收成

$$6\times100\times p_1+12\times30\times p_1=960p_1$$

在正常年景之后出现的坏收成

$$6\times100\times p_2+12\times10\times p_2=720p_2$$

假定 $p_1=\frac{7}{8}p$ 和 $p_2=\frac{7}{6}p$，这时，两种情形所需要的营运资本

量便是相同的。如果价格的可变性比供应量的可变性小，那末，好收成就需要最多的资本（不论是营运资本还是流动资本都一样）；如果价格的可变性比较大，那么坏收成便需要最多的资本。为了说明简单起见，我们在这儿假定 p、p_1 和 p_2 三种价格是整个季节中的时价。收成以前，生产成本在三种情形之间可能没有很大的差异，它实际上将控制营运资本的成本，而所假定的三种价格主要是对收成与消费之间所需要的营运资本的价值发生影响。此外，所需的营运资本的价值变动，有一部分可由农民们相应获得的意外利润或损失补偿。

加利福尼亚州的斯坦福食物研究所为美国的小麦编制了一些有趣的统计数字，对上述情形具有意义（见《小麦研究》1928 年 2 月号，“论 1896 年以来美国小麦的处理，关于年终存货的变化”）。该研究所在长达 30 年的一段时期中发现，13 个丰收年的平均盈余额是 8,000 万蒲式耳，其中增加输出的是 3,800 万，增加消费的是 400 万，增加贮存量是 3,800 万。在 17 个歉收年中，平均减产额是 6,300 万蒲式耳。其中输出减少 3,000 万、消费减少 400 万[①]，贮存减少 2,900万。由于这 30 年中的平均收获量是 77,700 万蒲式耳，平均年终贮存量是 16,600 万，所以丰收年的平均收获量是一般平均收获量的 113%；歉收年的平均收获量是一般平均收获量的 92%，平均年终贮存量是一般平均收获量的 21%。在这 30 年中，最大限度的年终贮存量，除战争年代的变态不计外，是平

① 这数字附带说明了消费者的需求是非常缺乏弹性的，尽管价格有很大变动，最高限度的消费仅比最低限度的消费高出 1%。

均收获量的25%，最小限度的年终贮存量是平均收获量的8%。①

三、生产性消费和非生产性消费

以固定资本的生产替代消费品的生产需要有投资。事前作出这种固定资本增加的决策，由于使得那些使生产过程中所出现的非可用形式的收入比其他情形下更多，而可用形式的收入则更少，所以便要求本期消费水平降低得比其他情形下必然有的水平更低。

由于生产量和就业量增加(但不是由于生产过程的延长)而引起的营运资本的增加也是必需有投资的。不过在这种情形之下，投资并不需要使消费水平降低到生产未增加时的原有消费水平以下去。

这就是说，就业量的增加所引起的营运资本的增加，不会使整个社会的本期消费象固定资本增加时那样减少或节制，而主要只是使消费再分配，由社会上其余的人转移到新受雇用的人身上。只需要本期消费的再分配，而不需要消费总量降低的投资，可以说是以生产性的消费替代非生产性的消费。

因此，我们可以提出定义说："非生产性消费"指的是消费者放

① 凡是注意到农作物收成和信用循环间的关系的人，也许会对下列的事实发生兴趣。如果认为7月份的小麦存量不足1亿蒲式耳是反常的小数额，而超过15,000万则是反常的大数额，那么，最低限度的存量便出现在1898、1905、1908和1909等年的7月；最高限度贮存量出现在1896、1899、1900、1907和1923等年的7月(战争年份不计)。所有前一类年月都处在信用循环的上升阶段，所有后一类年月除1899以外，都处在信用循环的下降阶段。这结果是矛盾的，如果有结论的话，我也不知道从这里面应该得出什么结论来。不过有一点可以看出：丰收年收成由于必须使出口货的价格压低到足以对国际市场发生吸引力的程度，因而就会对于一般价格发生畸形的影响，于是农村的购买力在贮存量小的年分便特别高。

弃后不会对生产劳作量发生反应的消费。"生产性的消费"指的是放弃时就必然会起这种反应的消费。此外，消费的再分配也可以用一种方式使生产增加，只要消费减少对于生产者的不利反应小于消费增加对生产者的有利反应时，情形就是这样。

因此，每当可用收入由一个不生产或生产性较小的消费者转移给生产的或生产性较大的消费者时，生产量是会增加的；反之亦然。所以，当这样的一种移转付诸实现时，虽然可用收入的消费并未减少，可是社会的财富却会以非可用收入增加的方式增加，使净投资量增加，——这种增量来自生产的增加，而不来自消费的减少。

但是这种情形还是要求某些个人消费量减少。这些人就是原来本会把新受雇的生产因素的现有实际消费物资消费掉的那些人。象这样使非生产性消费减少，并以生产性消费代替的过程，正如我们已经看到的一样，可以由个人自愿地储蓄一部分货币收入来实现；也可以通过另一种方式实现，即提高物价，从而减少这些货币收入的购买力，以使他们的一部分真实收入移转到以之投入生产性消费的人手中，让他们掌握。

所以，社会在任何时候都要作出两套决策。第一，将来的收入可用于消费的比例应当是多少，构成固定资本的比例应当是多少；第二，现在的收入供生产性消费之用的应当占多大比例；供非生产性消费之用的应当占多大比例。当我们想到储蓄和投资时，心中通常想到的是第一套决策。但就业与失业却要取决于第二套决策。生产因素的充分就业必须使消费总量再分配，而不是使消费总量减少。看来很明显的是：可以想像到有一种情形存在，其中由

于找不到任何其他再分配消费的方法，以致最好只能通过利润膨胀来实行再分配，而不让失业状况继续下去(应当注意的是，对于这一目的说来，实行收入膨胀是全然无用的，除非我们把它用来直接补贴某一实业或某一地区，用之对生产劳工支付的工资，使它高于产品的边际价值)。换句话说，在上述情况下，不创造财富的流弊比财富创造后而不归属于曾经作出牺牲的人的流弊要大；这些牺牲者是由于利润膨胀使物价提高因而削减了消费的人。

要增加固定资本、流动资本和营运资本，唯一可能的方法是让整个社会在作工的负效用日期和所得的实际享受日期之间有一段时隔。但是增雇生产因素而不立即增加整个社会消费的办法所造成的投资并不会使社会不消费可用收入，而只会使这种收入由于某一些人消费，这些人所从事的生产过程，必须经过一段时间之后才能取得报酬。

让失业现象和非生产性消费并存时，现存净收入的总额以及将来的可用收入都小于应有的量；要矫正这种情况，只须要把一批人的消费移交给另一批人就行了。

四、真实工资基金

在生产的静态平衡下，营运资本无需有任何净增量。因为营运资本是一种流转基金，一经在必要的水平上建立之后，继续维持就无需乎新的储蓄或投资了。纵使为了供应人口的增加，这种逐渐的增量大致也不会从本期储蓄中取走一大部分资金。[1] 当生产

---

① 如果营运资本每年增加3%，这个数额也许不会超过年储蓄量的10%。参阅上面第93页。

与消费完全平衡时，也就不会需要任何流动资本。因此，我们便自然会主要根据固定资本的净增量来衡量新投资。

关于这一问题，古典经济学曾发生过一个有名的混乱，而他们的后继者们虽然看出了这个混乱，却没有能领悟真理正好就在这种混乱思想的中心；这样一来，就使这一问题乱上加乱了。古典经济学家强调固定资本和他们所谓的"流通资本"[①] 之间的区别。但是他们并没有区别清楚我提出的第三种资本，也就是"处理过程中的货品"或营运资本，这和他们的"流通资本"并不相同。他们认识到必须有一种基金来维持劳动力，但是他们忽视了生产和产品的连续性，而且把营运资本和流动资本混为一谈，其实营运资本是由于不断地把可用收入之流回到制造机构中而得到供应的；流动资本则是指任何处理时期开始时的存货。他们没有清楚地认识到，使劳工维持就业的资本并不来自已经可用的存货，也不是从节约可用收入的消费中得来的，而是得之于具有下列效应的决策：（一）决定从制造机构中出现的货品采取固定形态的应占若干成，采取流动形态应占若干成，（二）把可用收入之流用于某一方面而不用于另一方面；也就是说，用来供养生产性的消费者而不供养非生产性的消费者。

依照他们关于一般所谓的"工资基金"的学说[②]，使劳工从事于"处理过程的货品"的操作、更恰当地是为劳工的这种工作支付的工资，不能超过"流通资本"；所谓"流通资本"指的是一笔现货资

---

① 亚当·斯密，李嘉图和 J. S. 穆勒等赋与这名词的精确含义参看马歇尔的《经济学原理》，商务印书馆 1964 年版，第 95 页。

② 关于这个学说的历史的评述，参看马歇尔著《经济学原理》，附录十，第 460—466 页。

金，这笔资金由于是原先储蓄的，所以在处理过程中的货品以收入形式出现、从而可供运用之前必须经过的一段时期，就用这笔资金来供养劳工。①

穆勒说，工资主要取决于"劳工阶级从事雇用劳动的人数"和"所谓工资基金总额"之间的比率；这儿的工资基金是由"流通资本中用于直接雇用劳工的那一部分构成的。"这一说法不正确，用马歇尔的话来说，②主要原因是"它提示工资之流与资本贮量之间存在着相关关系，而不提示在资本的帮助下所产生的劳动产品之流和工资之流之间的真正的相互关系"。但是，单止推翻这一学说而不用任何其他学说来代替的做法已经证实是有害于思想澄清的。

假如我们不仅把"流通资本"和流动资本或"贮存中的货品"视为同一种东西，而且把它看成等于流动贮存品加上处理时期内所累积的可用收入之流，那末工资基金学说就包含着一项重要的真理，没有它就无法了解生产过程自始至终的性质，以及它和资本与储蓄的关系。真正的工资基金是由可供生产因素消费的收入之流构成的。这笔基金在相对生产性的消费和相对非生产性的消费之间的分配决定了就业量和生产量。

① 这个学说除开误将"营运资本"和"流动贮存"混为一谈以外，还犯下了一个次要的错误，也就是把可用来供养和酬劳一切生产因素的基金和专供支付工资用的基金混为一谈。他们忽视了这样的一个事实：纵使基金始终稳定，它在若干种生产因素间的分配比例还是可以变动的。诚然，促使J.S.穆勒最后放弃工资基金说的原因正是由于对这一错误的批判，而不是由于对其中更基本的错误的批判。

② 见《经济学原理》，原文版第545页。

第二十九章　流动资本——投资率的变动之三

假如在经济萧条时期营运资本所受的损失被几种适当的流动资本相应的增长所抵销的话，那末到了繁荣时期，营运资本的补充就可以从流动资本的高额贮存量中取得。企业界从不缺乏开足马力干的手段，经济复苏的问题仅仅是使企业界愿意开足马力干的问题。但是我们将会看到，这方面的研究将使我们得出一种结论，和我们研究营运资本时所得出的结论完全相反。我们发现，流动资本量的变动不是比预期的大而是比预期微小。而且还有几个令人信服的理由说明，我们为什么不能期望从这方面得到帮助来稳定固定资本投资量的变动。

关于流动商品贮存量变动的实际大概量值的问题，是相当重要的问题。因为，人们不容易先天地明显看出：这些波动无法提供一种能够用来对付固定资本和营运资本投资率的短期增减、而无需总投资率有任何变动的抵销因素。的确，霍特里先生的信用循环学说大部分是以这种假设为基础的。对这一观点作一简短的评论，对于领会本章的意义说来，不失为一个有益的引论。

一、霍特里先生的流动贮存理论

霍特里先生论证信用循环是"一种纯货币现象"时，他就远远

超出了我所准备达到的程度。他写道:“生产活动中一切变动的原因都受到货币因素的制约。只有目前的货币条件对之有利的活动才能得到成果,”[1] 我同意他这句话。但是我认为他没有足够地把金融刺激和物质的手段区分清楚,前者取决于货币因素,而后者则取决于生产性消费的可用真实收入的供应量。有时他似乎完全忽视了后者,竟把可用收入的支出和工作的完成写成同时出现的事情,因而营运资本便根本不必要了。例如:“假如所有的生产者都开工不足时,那么他们就全都会乐于接受额外的定单而不提高价格。投入流通过程的新增货币势必会用来购买额外生产出来的商品,所以在生产者和消费者之间的任何阶段上,物价都没有普遍上涨的理由。”[2]

当别人提醒他注意上述困难时,他回答道,一般说来,适当的货币政策能够从流动资本的贮存量中提出其所需要的真实资金。他论证道:凡是用借款购置一部分营业存货的零售商人,对于银行利率的变动都很敏感,很容易由于前者上涨而减少存货,由于前者下降而增加存货量。原文是这样:“商人所持有的营业存货,数量是富有弹性和变动不定的。他很容易依照市场情况和信用情况增减持有量。市场兴旺时,他就设法多保持,信用昂贵时则力图少保持。”[3] 这些存货为商业复苏提供了原料:“正在生产中的商品所构成的营运资本的增加,在这个阶段中并不是由物价上涨赐给生产者的意外收获提供的,而是由货币的供应提供的,货币的供应使

① 见《贸易与信用》,第169页。

② 同上书,第74页。

③ 参看《贸易与信用》,第126页和第10页,《通货与信用》,第24—26页。

消费者能够消纳贮存中的制成品。在贮存量足以负担这种压力而不使物价上涨时，这种增加就无需任何人有所耗费。原来滞销的商品现在进入消费过程中去了，它暂时由制造过程中的商品作为营运资本的一个项目替代。”① 可是在后面，霍特里先生又添上了这么几句："应该提一提，贮存品的变动不一定永远和繁荣与萧条的更替相符合。商人在繁荣的时候所愿持有的存货比生产受限制的时候多。当这两种情形中的任何一种持续了若干时候之后，商人们在前一种情况下便会使售价高于代偿价值，而在后一种情况下则使售价低于此数以便调整他们的存货。”②

从表面上看来，并不能明显地看出事情不会象霍特里先生所假设的那样发展——营运资本的变动被流动资本的相反变动所抵消。但是如果我们观察得更加深入些的话，就会发现，事实上和理论上都有充分的理由支持相反的意见。有三个理由（其中最后一个是最基本的，也就是最为必然成立的）指出：在萧条的初期阶段，流动资本的贮积量虽然可能有相当大的增加，但是在萧条过程还没有达到最低点以前，营运资本的减少就远远地超过了流动资本的任何增加，结果在萧条的最低点上所存留的流动贮存品就只够供应经济复苏刚开始的几个阶段的需要了。

二、流动资本积累的障碍

（一）第一个论点是根据以下的事实得出来的：在萧条时期内，生产的下降比消费的下降更急剧得多；也就是说，萧条的结果，

---

① 《贸易与信用》，第 156 页。

② 见《贸易与信用》，第 160 页。

不仅是使生产降低并且使消费相应地减少，同时也使非生产性的消费替代生产性的消费。当失业救济维持于高水平的时候，情形尤其如此。事实并不说明，这种超额消费能全部由固定资本投资额的减少所抵消。如果上述说法正确的话，那末营运资本减少的程度就必定会超过流动资本的任何增加。

（二）第二个论点是从直接调查不同日期的商品存货量时所得出的结论。有一度我曾认为，对流动货品贮存量的变动作一次精密的研究，也许可以对信用循环找出一部分线索。关于这一问题，可用的统计资料是不能令人十分满意的。但是就可以得到的材料加以研究的结果，却说明：任何时候所存在的真实流动资本剩余贮存量为数极小，不足以对营运资本的补充发生任何决定性的作用。至于主要原料的贮存量，读者可以参看我关于“主要商品的贮存量”的备忘录①，以及美国商务部搜集并发表在它们的月刊《商业现况评论》上的材料。看这些数字时，读者必须记住，并非任何时候所存在的全部原料贮存量都包括在我对流动资本所下的这一定义的范围之内的。有相当大一部分乃是营运资本的构成部分。凡是运输过程中的贮存物资、两季收获间的贮存物资、平衡收获量的变动所须的贮存物资，以及保证生产不致中断所需的贮存物资等，都必须视作营运资本的一部分而不是流动资本的一部分。真正不为上述各种所需用的多余流动货品的剩余额，为数极为有限，即使就个别商品而论，其量至多也不过等于少数几个月的消费量而已；

① 见关于“主要商品的贮存量”的《伦敦—剑桥经济研究所特种备忘录》，发表于1923年4月，1924年6月，1925年7月，1926年2月，1927年3月和9月，1929年8月。

至于多种商品的平均数，则其最高量当然还要小得多。①

此外，统计数字也证实了一个预期情况：如果萧条不是由于固定资本过度投资所引起的，而是由其他原因引起的，那么贮存品便倾向于在萧条的早期阶段达到最高额，在贸易状况肯定开始好转时，降到一个低点。例如，英美两国的统计数字都表明，主要商品的贮存品在1921年处于最高点，在1922至1923的时期内，则稳步地下降到造成不便的低额数字。于是，1924和1925的经济复苏，便由于不能取用流动资本的剩余贮存量而无法加速进行。这证实了我们的预期，因为当萧条开始的时候，生产的下降并不马上出现在处理机构完工的一端，而会马上出现在对于该机构的回供量上，于是流动贮存品就增加。可是往后的生产减少使可用产品减少，而本期消费量的下降则不如生产量的下降那样大，结果流动贮存品不能有所增加，甚且适得其反。由此可见，正是由于在上述情形下可用产品短少，流动资本不足；于是即使在原先导致经济萧条的各种影响已经停止发生作用之后，这种情形还会妨碍复苏过程。我们在萧条时期依靠老底子过活的程度，以及流动资本和营运资本的贮存量在萧条的进程中的减少都被通常主要以固定资本的增长来量度净投资的办法所掩盖。

（三）我们的第三个论点（将在下节中申述）主张：在经济萧条终了时，流动货品的贮存量不足以对经济复苏提供多大的帮助。这一论点是根据贮存费用大而得出的。在各种贮存费用中，利息开

① 有人计算过：（见《橡胶季刊》，1928年11月号）美棉的世界越年贮存量，平均约等于两个月的供应量，包括工厂存货在内，则等于两个半月的供应量；食糖贮存量为一个半月的供应量；茶叶贮存量为三个半月；锡不到两个月；铜为三个月。这些都是正常的贮存量，只有超过以上这些正常贮存量的逾额量才是真正多余的剩余额。

支的变动(霍特里先生所特别重视的)也许是最不重要的。

三、"囤存"费用

将多余的贮存品囤存一段时间所需的费用，是由下列各项构成的:

(一) 质量贬损或适用性贬损(由于需求恢复时所需严格规格无法预测而引起)的扣除额;

(二) 仓库费用和保险费用;

(三) 利息开支;

(四) 贮存时期为防止商品货币价值变动必须以借款补偿的费用。

第一个因素在所有的情况下都严重地妨碍了好多种商品的贮存。不耐久品，时髦用品(包括一大部分的衣着在内)，以至钢铁业和土木工程业中的许多半制品，除非是冒重大风险，否则都无法保存为贮存品;其风险之大，以致使人只要有可能时就毋宁完全停止下一步的生产，直到贮存品全部被出清为止。但是对于某几种主要原料说来，这个因素却不重要。

第二个因素总是要花钱的，在某些场合也很重要，例如在石油业和煤炭业中就是这样。缺乏贮藏条件，时常是限制人们在需求恢复前囤存油的因素。对煤炭业来说，这一困难甚至更为严重，如果堆积的存货不出清，矿坑中马上就会不能继续开采。

第三个因素不需要特别说明。

以上三个因素乃是寻常所考虑到的因素。就适宜于保存的商品来说，每年所费总额很少小于6%;每年10%可以认为是正常的

数字。

假定由于错估供求关系而使多余的贮存量累积到相当于六个月的消费量，那就必须使价格降低到正常价格之下，其程度必须足以为多余贮存品预计全部出清以前的时期提供囤存费用。比方说：如果使价格比预计的正常价格低17%，就足以使新生产量削减到在两年内出清贮存品的程度；（也就是说，削减两年平均产量的25%）① 那么假定费用率为每年10%的话，以上所谈的费用便刚好被抵消了。

但是到目前为止，我们还没有讨论到第四个因素。预期正常价格以及贮存品要经过多长时期才能全部出清等问题，都不是肯定知道的问题，而是猜测的问题。因此，这里面便存在着必需有人承担的风险。就上面的例子来说，价格降低到预期正常价格以下的程度，就必须大于17%，才能引来一位投机商人承担以下的风险，即囤存时期可能比现在预期的长，最后的价格可能比现在预期的低。

要促使人们长期大量地拿贮存品来囤积居奇，究竟需要多大的预期利润率，乃是很难衡量的问题。但我确信这个比率一定很高，原因是一种重要商品的六个月的贮存量代表着一宗极大的款项，而这种投机活动的可用资本为数又是有限的；同时，如果贮存量因错估供求关系而累积起来，经济萧条又正在发展，那么局外投机商人便会裹足不前，而本行商人则已告匮乏。不仅如此，经纪人佣金以及其他交易费用也是所费不赀。所以我认为，即使在最广

① 由于在这两年的时期内价格会逐渐上涨，新的生产也会因而相应地逐渐恢复，所以新生产量在开始时的削减额就应当大于25%。

大的、最稳定的市场上，要让一个囤积居奇的人在商情疲软的时候做大买卖，预期利润率少于每年 10% 是办不到的。在某些商品上还需要高得多的报酬率。[①] 假如我们把这个 10% 作为最低数加到前面抵付囤存费用的 10% 上去，那么有这宗两年内吸收不完的剩余贮存品存在，就势必会把售价压低到预期正常价格之下 30% 的程度。[②]

让我们举两个数字的例子来看:

(一) 1920—21年，美国棉花的剩余贮存量达700万包左右——大约等于六个月的供应量。如果估计当时的正常价格是每磅二角四分，那么，这宗剩余贮存品在这一价格下的价值便是 84,000 万美元，本年度必须囤存的正常贮存量还没有计算在内。[③] 事实上，价格跌到了一角六分左右，剩余量经过三年之久还没有全部销完；在第三年末，价格上涨到二角八分左右。这样说来，这种基本商品的价格象这样大幅度地变动，不过表示保存剩余贮存品三年的一切费用（包括风险补偿费在内）每年不超过 20%。由于要在 1920 年秋季很有把握地预测三年后生产适当棉花供应量的正常货币价格是很难办到的，所以变动的幅度就很有理由可以解释了。再从另一个角度来看，在这三年当中，棉花的平均收获量比正常的需要量约低 20%。假使棉价从没有跌落到二角以下，那末收获量也许

① 米尔斯在《物价的性状》一书中收集了论据，说明许多个别商品的价格在一般情况下所发生的变动的剧烈程度。这种论据说明短期囤积居奇的人相应索取报酬的风险有多么大(散见原书各处)。

② $(1+.4)\times(1-.3)=1$(近似值)。

③ 1920 年的那一季收成刚刚收完时，美国棉花的全部贮存量共达 1,700 万包左右；如以每磅二角四分计算，价值达 20 亿美元。要找到人愿意承担价格变动的风险，这数字真是够大的。

就会更大，于是就可能要经过四年才能把剩余量出清。在这种情形之下，二角与二角四分间的差额仅仅勉强够付利息而已。因此，棉价就必须足够地下跌，使生产量足够地削减，以便让出清剩余量的时期不过于拉长，以至一寸光阴一寸金地单纯让时间过程起作用，把囤积居奇的人预期的毛利吃得太多。七个月的多余贮存量把价格压低到正常价格的2/3，把产量压低到正常产量的1/5，这不算太小了，而且完全是在现代商战规则之内的。应该指出的是，当供给条件越没有弹性而生产中产生高额地租的部分越大时，多余贮存品所引起的价格下跌也就必然越大。

（二）在1920年年底，铜的多余贮存量约达70万吨，也就是八个月以上的消费量。① 当时的正常价格，据估计大约是每磅一角四分半。在1921年，实际价格跌到每磅一角一分七。假使没有采取共同行动的话，价格一定会跌到更低的水平。铜是在采掘量变化很大的条件下生产出来的。假使平均价格跌到一角二分的话，大概就会使当时的产量减少25%；跌到一角的话，就会再减少25%。根据这些假设就可以推断：（详细计算不赘述），考虑到不同价格水平上的不同产量（假如生产没有限制的话），以及由此而来的贮存量全部销完的时期的长度，1921年的价格就至少要跌到一角才能产生平衡状况。实际上美国的生产者采取了共同行动，1921年4月美国大部分铜矿都关了门，直到1922年间，才逐渐地重新开业。因此之故，铜的世界产量降低到正常产量的50%以下，贮存量大部分在1921和1922年被出清；到1922年的年底，价格又回涨到

① 一年以前的贮存量甚至还要大些；但是因为政府的战时存货截至那时为止还没有出笼，所以那批存货的分量市场上还没有感受到，也没有在那儿发生影响。

正常数字。[①] 价格变化的过程，从1921年初一角一分七的最低价格涨到1922年下半年一角四分七的最高价格，对囤积居奇的人来说，考虑到他在那些风云多变的时期所冒的风险之后，便不算是什么特大的纯利了。

四、表述价格变动与"囤存"费用的关系的公式

事实上，短期结构的机制，就目前的情况来看，必然会使多余的贮存量对价格、从而对新的产量，发生过分的影响：这种贮存量对市场产生非常大的压力，使自身尽快被吸收。令 x 代表每年囤存贮存品的囤存费总数（按其对正常价格的比例计算），y 代表多余贮存量对全年消费量的比例，p 代表价格成比例地低到正常价格以下的最大下跌量，q 代表新产量成比例地低到正常产量以下，也就是低于生产和消费。假定以正常价格相平衡时的数字为最大下跌量（这就是价格成比例地下跌所引起的最大下跌量），那末，价格始降量 p 在某些简化的假定下，便可用下面的方程式求出：

$$pq=xy.$$

显而易见，这个方程式在最简单的形式下的正确性，需要有几个假定（更一般的假定会使这方程式变复杂，但不会改变其本质）。第一个假定是：价格必须从它的初始最低额稳步地回升到正常价格。第二个假定是：由于低到正常价格以下的一定量价格下跌而引起的消费增量和由于同一原因而引起的生产减量相等。（从这假定中，很容易得出这样一个推论：生产率低到正常生产率以下的

① 这里没有提出后来价格在1923年春季上涨到正常价格之上，以及再度引起轻微的生产过剩的事情。

最大下跌量和贮存量的平均吸收率相等)。[①] 短期物价理论一向被大大地忽视了，以至据我所知道，连这个有助于解释主要商品相对价格变动的剧烈程度的简单方程式，都很陌生。[②]

这个方程式也说明：为什么在某种情形下用共同行动来安排贮存品囤存问题的价格强制维持方案是无可避免的，是可以辩护的，而且可以使组成这种方案的团体免受亏损。假如生产是非弹性的，或者某种特殊产品在一国的实业中占有极大的比重，以致找不到其他行业以资替代，这种生产事业要是由于错误估计而发生了大量的多余贮存品，而事情又根据自由放任原则任其自流的话，就可能是毁灭性的。欧战后为囤存澳大利亚和南非洲的羊毛贮存品，而成立的 B. A. W. R. A. 组织，对于生产者的好处是无法估计的；诚然，对于整个世界来说，由于它防止了日后可能因羊毛荒而产生的实业崩溃，其造福于人群的利益也是无可计量的。由于战后的困难和 1920—21 年的经济萧条而由巴西政府设立的咖啡价格管理局，以及马来亚联邦政府设立的锡价管理局，根据同样的理由说来都是有充分根据的。与此异曲同功的是美国的铜业生产限制组织和海峡殖民地与锡兰的橡胶生产限制组织；两者都是由于要用和以上不相同的方法来应付同样的问题而产生的(也就是说，两者企图大刀阔斧地限制产量使之足以让贮存品在一个相当的时期

① 因为假定多余贮存量被出清、以及价格回复为正常价格所需的时间以 a 度量，那么在这个时期开始时买进、并在终了时卖出的投机家，就必须有一笔足够的利润来支付他的囤存费用，即 $a \cdot x = p$。此外，因为开始时贮存量是按 $2q$ 的速率减少的（由于产量削减而出现的 q 和由于消费量增加而出现的 q），同时价格又稳步地上升，所以贮存量的平均消减率便是 q，即 $a \cdot q = y$，上面的结果就是从这里得出的。

② 米尔斯先生的《物价的性状》一书搜集了一批杰出的材料，以上从理论方面说明的现象可以用这材料从事实方面来加以研究。

内得以出清)。有大批贮存品存在的地方,新生产总是必须加以限制的。要不是让价格大大下跌来强迫限制,便要有组织地自动限制,后者能让价格少跌而得到同样的效果。在这种情形下,有组织的限制政策对生产者无疑是有利的。唯有当预定的价格水平相对于正常的生产成本而言失之过高,或参加限制计划的生产者在总生产能力中不占足够的比例时(在橡胶限制组织确曾发生这样的事),① 这种政策才成为危险的政策。

五、"期货市场"的理论

现在让我通过"期货市场"把我的论点重新申述一下。在有组织的主要原料品市场上,不论什么时候总是存在着两种牌价——一种是当即交货的,另一种是未来某一日期(如 6 个月后)② 交货的。假定生产期大体上是 6 个月,那末当它考虑究竟应当扩大还是缩减营业规模时,对它有重大关系的便是后一种价格。因为这个价格是他可以用制成日期交货的期货方式立即出售其商品的价格。倘若这个价格在它的生产成本之上还看出有利润可得,它就可以开足马力干,先期出售它的产品而不冒什么风险。反之,假使这个价格不能抵偿它的生产成本的话,(甚至是扣除了他因暂时停工而遭受的损失以后),那末继续生产对于它说来就是不合算的。

如果没有多余的流动存货的话,现货价格就可能超过期货价格,用市场的话来说,那就是"现货贴水"。如果供应量的不足之

① 从另一方面来说,橡胶业初看起来却大有理由实行限制政策,因为橡胶树一经种植并产胶后,这种商品便是在高度缺乏弹性的供应条件下生产的。

② "期货"价格是交货与付款都在未来的某一特定日期进行的价格,不是当即付现的价格。

数，可以在六个月之内补足而不能马上补足，现货价格就可能比期货价格高出许多，其程度只受购买者不愿付出较高的现货价格而宁愿延缓其购买日期这一问题的限制。一个购买者如果由于事先对于供应状态估计错误而订立了期货合同，他就可能被迫支付很大一笔贴水。三个月的现货贴水上涨到年率30%的事情是屡见不鲜的。

然而现货贴水并不一定要供应奇缺才能出现。在供求均衡的场合下，现货价格超过期货价格的数额必须等于生产者乐意牺牲，以求"买进现货卖出期货"（为的是避免他在生产时期内可能遇到的价格变动的风险）的数额。因之在正常情况之下，现货价格便高于期货价格，也即是有现货贴水存在。换句话说，在正常的现货供应价格里面，包括着生产时期价格波动风险的补偿费，而期货价格中则不包括。关于有组织的市场的统计资料说明：凡生产期长达一年而又可能遭受各种气候变化影响的季节性农作物，其价格中所包括的现货贴水的谨慎估计数字是年率10%。在组织较差的市场上，这笔费用还要高得多——实际上高到了大多数生产者不敢问津的程度，使他们宁愿自己承担价格波动的风险，而不愿支付这笔贴水。由此可见，在个别商品的价格波动幅度非常大的现行制度之下，价格变动的保险费用是非常之高的，这是利息或仓库费用之外另加的一笔开支。

有多余流动贮存品存在的条件对于本章的论点说来是有重大关系的。在那种条件下情况又怎样呢？在那种条件下，现货贴水是不可能存在的。因为如果有贴水的话，上算的办法就永远是卖现货买期货而不负担这批货物在囤存时期的仓库费用和利息开支

了。实际上，剩余贮存品的存在一定会促使期货价格上涨到现货价格之上，用市场上的话来说，就是要提出一笔"期货贴水"；这笔期货贴水必须等于囤存这批货物所需的仓库费用、折旧和利息开支的总和。但是期货贴水的存在并不意味着生产者可以买现货卖期货而不必支付价格波动的一般保险费。相反地，由于贮存品的存在而额外引起的不确定成分，以及其要求人们额外担当的风险意味着他所付的保险费必须比寻常的数额为大。换句话说，期货价格的牌价虽然是在目前的现货价格之上，却必须比将来的预期现货价格为低，其差额至少要等于正常的现货贴水。至于目前的现货价格，则由于比期货价格的牌价低，所以便应该比预期的未来的现货价格更低得多。如果想要把这批贮存品在一年之内销完，那末目前的现货价格就必须比预期的未来现货价格大概低 20%。但是如果看上去这批贮存品大概会要拖延两年之久的话，那末目前的现货价格就大概必须跌落 40%。

六、结论

这样说来，我们就回到前面的论点上来了。由于有这种或那种高昂的囤存费用存在，所以我们目前的经济安排中对于处理剩余的流动资本并没有常规的办法。如果由于从前的估计错误而产生了剩余的贮存品，那末这种货品的价格就会继续下跌，一直到消费量增加或生产量削减足以把它消纳下去为止。在任何情况下，剩余贮存品都无法和正常的生产并存。一般说来，在贮存品没有全部消纳以前，经济复苏是不可能开始的，其结果是，复苏的过程不能因为有贮存品的存在而得到多大帮助。

这一部分的结论可以总结如下：我们的现行经济制度最怕流动品的存货。这种存货一经出现，许多强大的力量马上就被驱动起来消灭它。出清剩余存货的做法势必会加重经济萧条，而这种做法所取得的成果又会妨碍经济复苏。

顺便提一句：银行利率变动1%—2%在囤存费用的总额中显然仅占一个很小的部分，所以把高银行利率的费用说成是影响在买卖贮存品商人的优势因素，乃是一种不合情理的说法。至于商人们把低银行利率看成是价格即将上涨的象征，把高银行利率看成是价格即将下跌的象征，那是另外一回事。但这种影响因素时常正好朝相反的方向发生作用，也就是当商情正在好转的时候，促使他们增加贮存量，而当商情正在衰退的时候促使他们减少贮存量。

所以流动资本的论理在萧条景况迅速向下发展的动态方面为我们提供的说法，正好和营运资本的理论在经济繁荣缓渐上升的动态方面给我们提供的说法相对应。正如生产量的提高由于重新创造营运资本需要花时间而只能慢慢进行一样，生产量的削减每当有剩余流动资本存在的时候，就会由于流动资本必须在短时间内予以吸收而必然骤然爆发。

这样，就有一个重大的不稳定因素进入到我们的经济生活中来了。工业对于准备回供到生产过程中去的可用产品之流的任何过剩或不足都非常敏感，哪怕是微量的也一样。如果不足的话，那末在现行真实工资水平下，就不可能实现充分就业；如果过多的话，要在现行真实工资水平下实现充分就业便也同样不可能，只不过理由完全不同；不足时是缺乏充分就业的生产手段，而过多时则是缺乏生产刺激。

以上所说的一切对我们的信用循环理论的意义是显而易见的。当储蓄率上升而超过投资率的时候，货品上市的速度便高于它按照与生产成本相应的价格所能脱售的速度。在这种情形下，可能只要价格方面有极缓和的下跌，就会由于诱导流动资本的投资增加而恢复平衡，流动资本投资的增加会消纳市场上多余的货品，同时也会使储蓄与投资重新配合一致。但是前面的论点证明，价格的下跌必须很大，而且必须继续下跌，到生产量随之下跌为止。可是由于生产时期的长度，进货率的减退一开始时会使事情更加严重化，因为它将在生产率尚未下降以前使就业率和报酬率减退。所以营运资本的贮存量势必逐渐减少，而储蓄与投资间的距离也必然会更形加大，除非经济萧条的作用会使储蓄的下降速度比报酬的下降速度快，但这种解救办法是不可靠的。这样，我们对经济萧条一旦出现之后就很猛烈和急速的现象就作了充分的理论解释。

第三十章　历史上的例证

这部著作中的看法，如果不应用在假设的事例上，而极其简短地根据它们研究一下物价史上若干著名的事件的话，就可以得到更好的说明。

人们通常总是认为，世界上所积累的财富是经过痛苦的过程由于所谓“节约”而来的，也就由于是人们自愿节制不享用眼前的消费而来的。但是，光是节制本身显然并不足以建立城市或者排干沼泽。人们的节制不一定能增加已积累的财富；——反倒可能增加别人的现时消费。所以一个人的节约究竟会导致资本、财富的增加，或者会使得消费者的货币得到更大的价值，在我们没有考察另一经济因素之前，情形到底如何，是很难说的。

另一个经济因素就是“企业”。创造世界上的财富的是企业，增进世界上的财富的也是企业。正象节约的果实可以用来积累资本，也可以用来增加消费者的货币所得的价值一样，企业的开支同样可以出之于人们的节约，也可以得之于一般消费者在消费方面的牺牲。更糟的是：——节约不仅可以没有企业而独自存在，而且一旦超过企业时就立即正面地妨碍企业的复苏；同时还由于它对利润所发生的不利影响而造成恶性循环。有企业在运行，就不论节约的情形怎样，财富都会积累起来。要是企业停顿的话，便也不论怎样搞节约，财富都会削减。

因此，节约可以是企业的婢女和乳母。但也同样可能不是，甚至通常实际上就不是这样。企业并不直接和节约相连而是前后相差一步，彼此间相连的环节往往是不存在的。推动企业的发动机而是利润不是节约。

要使企业活跃，必须有两个条件。第一，必须有获取利润的希望；第二，企业家必须能支配足够的资金，使他们的计划能够付诸施行。他们的期望，一部分有赖于若干非货币的因素，如和平与战争、发明、法律、民族、教育、人口等等。但是我们在本书的第一卷中已经提出论点说明：企业家在他们认为富有吸引力的条件下，实现其计划的力量几乎完全取决于银行和金融体系的活动情况。

因此，世界财富的积累速度比节约习惯的变动性要大得多。的确，当十六、十七世纪现代世界正在奠基时，一般人很难说比中世纪的人更愿储蓄；而当现代世界在 19 世纪铁路运输业繁荣时期兴建其物质上层结构时，一般人也很难说比十八世纪九十年代死气沉沉的时期内更愿储蓄。

我认为以下的说法是一种公平的结论：一个社会中，如果储蓄对收入的比例是 15%，那么相对于其本期收入而言，便是一个高比率的储蓄。反之，5% 则是一个低比率。假定一个近代社会的平均储蓄率是 10%，那么在商品膨胀从本期收入中取走真实价值 5% 时，资本财富的本期增量就比商品紧缩使本期收入增加真实价值 5% 时大 3 倍。不但如此，假定在利润刺激之下的雇用量比在亏损阻碍下的雇用量大 10% 的话，那末前一情形下的收入总数正和后一情形下的收入总数相等——这笔财富的增量完全得之于活动的增加，而不是得之于消费的减少；至于它在以后若干年中所

引起的真实收入的增大，就更不必说了。世界七大奇迹是靠节约建筑起来的吗？我很怀疑。

假如我们能够根据这些看法，把远古以来的经济史重新写过，对以下的事情作一揣测，那倒是一件很有意思的工作：——索马里和埃及的文明是否从阿拉伯的黄金和非洲的铜[①]中取得了它们的刺激；这些金属是铸币用的金属，在地中海与波斯湾之间以至更远的分布地区留下了利润的遗迹；雅典的伟大在什么程度内有赖于劳里恩的银矿——这不是因为造币用的金属比起其他东西来更能代表真正的财富，而是因为它们对物价的影响提供了利润的刺激；亚历山大把波斯的银行准备金（这是在他以前好几百年间历代帝国囊括到国库里去的财宝的积累）散布到各地之举在什么程度上是地中海盆地经济发展突然爆发的原因（迦太基人曾企图取得其成果，后来终于被罗马人所取得）[②]；罗马的衰亡是和历史上空前未有的、为期最长、为势最猛的通货紧缩同时出现的，这是不是偶然的巧合[③]；欧洲缺乏造币金属是不是比修道院生活或哥德人的

① 铜在古代世界中是惊人地贱而又丰富，根据熔炼的成本和困难看来，必然是从纯度极高的矿石中取得的。埃及也许支配了异常富积的铜矿层之一的露头（这铜矿层现正在刚果和北罗得西亚陆续被人发现），原来底比斯人的强大就是在这个基础上建立起来的。

② 罗马从汉尼巴手中取得摩勒纳山脉后，便掌握了西班牙矿山的大量生金银供应，这在它的经济体系中当然构成了一个极重要的成分。波利比乌斯报称，他那个时代雇用的矿工达四万人之多。

③ 在古代欧洲世界中，贵金属的供应量在奥古斯都的时代达到了最高峰。有人估计（估计者是雅各布，参看他的《贵金属的生产和消费》）——到公元800年时，贵金属的存量已经跌到了原有额的1/11。这估计的可靠性如何，我不知道。据我所知，声誉最为卓著的现代史学家罗斯托夫采夫（见其《罗马帝国的社会与经济史》）、坦尼·弗兰克（见其《罗马经济史》第二版，第504页）、道普希（见其《自然经济与货币经济》第88页）等都无意认为贵金属的缺乏在罗马的衰亡中起了什么重大作用。但是这个问题值得重新考定。

狂暴行为[①]更确实而且更无可避免地造成了中世纪长期的停滞不前。英国的光荣革命得力于菲普斯先生的成分究竟有多少[②]。

我没有那种知识，也没有那种时间让读者领略一下财富兴衰过程的漫长历史；就大多数的情形来说，存留的统计材料也不足，不能让我这揣度性的分析能经受住严格的考验。但如果我们跑到近代中来，就可以找到若干事例阐明这些理论，并用一些详细的统计数字来检验它们。

一、西班牙的财宝

我所选择的第一个事例是欧洲的物价在十六、十七世纪时的上涨，这是由于美洲的贵金属流入欧洲所引起的。关于这个问题，我所具有的材料特别差。但是我对于这个时期所具有的粗浅知识却极富于启发性，使我情不自禁地要提出来就教于专家。

---

① 摩尔人重新开发了西班牙矿山，并在这个基础上建立了他们有名的文明。从那个时候起，加上萨克森、哈兹和奥地利的矿山的补助，原有状况差不多可能维持下来。

② 菲普斯先生（后来封为爵士）曾率领一支远征队，前往打捞据信约于五十年前沉没在西班牙海岸附近的一艘满载着财宝的西班牙船只。在令人难以置信的成功事件中，这远征队创造了最辉煌的记录。他从海底里捞获了一笔值价25万至30万英镑的财宝之后于1688年回到伦敦，并支付给他的股东们10,000%股息（即使是德雷克原先也不过分配4,700%的股息而已）。这一事件所造成的兴奋与刺激是当时证券交易所极大繁荣的近因。那次繁荣在1692—95年达到最高峰，并以英格兰银行的成立，现代证券交易所公报的公布（包括137种证券的牌价）以及洛克与牛顿的通货改革而告终。这一事件对国内投资的刺激抵偿了对外贸易由于威廉王的对法战争而受到的损失，并且产生了一种乐观与繁荣的气氛，这对于新政体的巩固定然具有无可估量的价值。这一投资繁荣的特点是发行了许多次水利工程债券，这是后来各个时期十分典型的公用事业繁荣（例如19世纪的铁路繁荣）的第一炮，所以特别具有历史意义（这一事情以及本节中所提及的许多其他事件的细节，可参阅斯考特所著的《1720年以前的股分公司》一书各处）。

据汉密尔顿教授[①]说，在1503年，就已有少量的黄金开始从西印度运到西班牙；在墨西哥掠夺阿兹特克人而得到的第一批财物于1519年运达。皮查罗[②]从秘鲁掳掠印加人所得的财物从1534年开始运达。古老财宝的这种散布比起将近两千年前亚历山大的掠夺品来差远了，比起波多西等地的矿山以新法开采而于1545—1560年开始出产的新产量来，则更属渺小而微末；1630年之后，金银的新供应量相对于需求而言，大为减少。所以大概从1550年到1600年这一段时期，是物价发生天翻地覆的变动的时期，到了1630年，货币史上这种特殊局面就告终了。

在秘鲁时期以前的供应量，固然不足以打乱整个欧洲的物价水平，然而却完全足以在最初接受的地方驱动物价肯定地上升；在那一世纪的最初二十年间，物价略有起伏，其趋势则是温和上涨。其后，主要的动态在西班牙早在1519年就发轫了。就在那一年，安达卢西亚的物价开始猛涨，往后八十年[③]一直继续如此没有大

① 汉密尔顿教授对于西班牙财宝史所作的研究最近在几种学术刊物上发表，以下的讨论得力于这些研究的序文的地方非常之大。他在《经济》杂志1929年11月号上发表了一篇文章题为：《美洲的财宝和资本主义的兴起(1500—1700)》，对这些研究作了一个最好的总结。但是他所写的《美洲的财宝和安达卢西亚的物价(1503—1600)》，(见《经济史和商业史》杂志1928年11月号)、《美洲金银的输入西班牙(1503—1660)》，(见《经济学季刊》，1929年5月号)、《西班牙财宝船只上的工资和生活资料(1503—1660)》(见《政治经济学杂志》，1929年8月号)等论文也是应当参考的。这些调查研究颇有高度的历史价值。往下引用他的材料时将不一一注明。

② 西班牙侵略拉丁美洲的首要人物之一。——译注。

③ 汉密尔顿教授的口粮货币津贴统计表提供了一个极为令人满意的总结(这是当时塞维尔贸易局的会计师根据当时的实际物价计算出来的数字)：

1505—25	10到12
1530	15
1532—37	17
1539—44	20到25

间断；到该世纪快要结束时(大概是 1596 年)达到顶点，其时的物价水平比该世纪初的通行水平高出 5 倍。[①] 随后七十年的特征是一系列猛烈的循环运动，物价在主要繁荣的高峰上回复到 1596 年的那个 5 倍之数，但是始终没有大大超越这个数字，平均数则远低于此数。

这是西班牙的情况。在法国，过了几年之后，跟着发生了这样的事态，并在同一年份达到顶点；不过比率仅及西班牙的一半，到该世纪末，物价水平等于世纪初的两倍半。在英国，事态的进展还要晚一些；——一直到 1550 年之后，甚至还是在 1560 年之后，[②] 耸人听闻的物价上涨才真正地开始，到 1650 年才达到顶点，其时的物价比 15 世纪末高 3 倍多。如果证据可靠的话，英国避免了十七世纪最初二十年间折磨着法西两国的严重物价下跌。[③] 当莎士比亚崭露头角的时候，刚好我们的财力足以培养这样一位人物。[④]

1552—63 ………… 25 到 30
1565—80 ………… 26 到 34
1581—1623 …………… 51

① 西班牙物价相对于欧洲其他地区而言上涨得极高，一部分理由也许是因为西班牙政府千方百计地阻止生金银输出的缘故，对于这种政策不可避免的后果，他们无疑是完全不懂的。

② 在德雷克和其他人的下述功业之前，新的财宝只能由于零零碎碎地通过安特卫普的金融市场落入英国而影响其物价。

③ 据斯科特(见前书，卷 i，第 465 页)说，1603 至 1620 年是市场兴旺的年份，直到 1620—21 年以后不景气才发展。

④ 莎士比亚，象牛顿和达尔文一样，死的时候很有钱。据传说，晚年时，“他一年要花 1,000 镑”——这在 17 世纪早期就是一种奢侈的生活了。波普咏莎翁诗云：

维子之翱翔兮，
非荣而为利以鼓其翅；
顾寂寞身后之名兮，
非故为而有其志。

以上所讲的是物价发展过程的一个概略轮廓。但是本书的最重要的论点是：国家的财富不是在收入膨胀中增进的，而是在利润膨胀中增进的。也就是说，发生在物价超越成本而向上奔驰的时候。所以我们必须转而把工资当作成本动态中唯一可用的指标来研究其发展过程。不过这方面的统计数字必然会比物价方面的可用统计数字差。汉密尔顿教授自己编制的西班牙工资指数，据我看来是有说服力的；但是他引自威伯的《论十六、十七世纪物价巨变的过程》一书中的数字则必然是夸大了事实，后者关于英国的数字，主要是以罗杰斯的数字为根据的，法国的数字则是以达佛奈的数字为根据的。

看来，西班牙的利润膨胀开始于1519年，阿兹特克掠夺品运到的时候，早在1588年，也就是无敌舰队出征的那一年就中止了。① 在这七十年的时期中，物价与工资都在直线上升，但物价总是从容地跑在工资前面，最初的四十年尤其如此。到1520至1560的时期内，西班牙财富急骤增长的局面才奠定下来。但是1588年之后，该国除了有两、三个年头景气之外，就简直没有钱可赚了。到了十七世纪的头三十年，西班牙的工资（根据汉密尔顿教授的数

这说法是否正确姑置勿论，莎翁一生的事业总是正好遭际着千载难逢之世，其时英格兰任何具有中智之才的人，只要有意于赚钱，就会毫不费事地得利。从1575年到1620年，正是财运亨通的时期，其时出现了近代美国以前历史上空前的最大的"多头"动态之一。当然，由于歉收、鼠疫，商业危机，战争事件等也有1587、1596、1603等景况不好的年代）。莎士比亚在1575年时是11岁，死于1616年。谨将以下的论点提供喜欢轻率作出结论的人研讨：全世界绝大多数最伟大的作家和艺术家都是在精神欢快、活泼喜乐、没有统治阶级所感受的那种经济忧虑的气氛中繁荣滋长起来的，而这种气氛则是由利润膨胀肇始的。

① 汉密尔顿：《安达卢西亚的物价与工资统计图》载《经济学杂志》1929年11月号第354页。

字)不仅保持在物价之上而造成了利润紧缩的局面，同时比起欧洲其他各地的工资来也达到了奇高的水平。在西班牙政治黑暗的时代，其货币工资和法英两国货币工资之间的关系十分类似于今日英国的货币工资和法国的货币工资之间的关系。①

在法国和英国，工资的发展过程和西班牙的大不相同。很明显，在西班牙，新的购买力直接进入贵族阶级和统治阶级的手中，并且被他们马上用来抬高劳务的费用。新运来的美洲财富在十六世纪中叶后不久就完全反映在工资水平的提高上（也就是反映在收入膨胀中)，而不再反映于资本积累上（也就是不再反映在利润膨胀中)。但是在欧洲其他各地，新的购买力是通过不同的途径而来到的，也就是通过私人商业而得来的。② 受新财宝影响最少的国

① 从1540到1600年这一时期内，西班牙的工资极度上涨，完全和欧洲其他各地脱节。这一情况无疑被两件事情加剧了：其一是人口由于流向军营和美洲而减少(在较小的程度内也由于大量的独身人口以及摩尔人的被驱逐而减少)，其二是农民流入城市以参加海外冒险团体，或赚取人身服务方面所能取得的高额工资。这一切以及由此而发生的维持耕地面积的困难早已成为历史学家们的常识了。但是，据我所知，在汉密尔顿教授的研究工作以前并没有统计资料可用；而历史学家们却惯于把这些事情诿之于道德的和政治的原因，诸如懒惰、迷信、奢侈等等；他们大多数人忽视了货币的影响。犹如今日谈起英国的困境时，总是归因于工人们的懒惰，工会的不开通和雇主们的无能等等。如果这些因素能证明是现时代所特有的，那末作为解释而言就会更有价值。

② 其中包括海盗掠夺；因为就英格兰来说，很大一部分进口的金银都是由于德雷克掳获西班牙财宝船只以及别人许多类似的功绩而来的。这些远征团体的资金是由辛迪加和股份公司供给的，具有商业投机的性质，它们的成功和果实对各种企业提供了刺激作用。英国的繁荣时期明确地开始于德雷克1573年第一次重大的远征(他的第三次航程)完毕回国的时候，他在1580年归国的第二次远征的巨大收获又加强了这一繁荣，至于他在1586年的第三次远征也不是完全无足轻重的。这艘金牝鹿号所带回来的金银财宝究有多少价值，在当时是守口如瓶地保持秘密的，历史学家们所作的估计大相径庭，少则30万镑，多则150万镑。W.R.斯科特教授特别赞成较高的数字，并提出证据说明全部价值至少当在60万镑以上。这些大批流入的货币对于建立1575至1587年间的“十一年大繁荣”的影响必然起了主导作用。我们的历史学家们对于这些经济因素塑造了伊丽莎白时代并使它的伟大成为可能的问题大都只字不提。

家的商人都能在受影响较多的国家中出售商品而获得很大一笔利润；尤其是那些原先已经跟近东和亚洲建立贸易关系的国家，更加能够把它们这样收入的财宝、在极其有利的条件下输出。十七世纪时，使本国财富巨额增长的，乃是英国和法国的资本家，而不是西班牙的资本家。

的确，德雷克在金牝鹿号上所带回来的战利品可以公允地认为是不列颠对外投资的源泉的根源。伊丽莎白用这方面的售款清偿了她的全部外债，并把余额的一部分(大约 42,000 英镑)投资于近东公司；而东印度公司则大部分是用近东公司的利润建立的，后者的利润又构成了十七、十八世纪英国对外关系的主要基础，其余情形不赘。这样看来，下面的计算或许可以供好奇者玩味。目前我们的对外投资除去损失后，按整数说来大概使我们净得为 6.5% 左右，其中的一半左右我们用来再投资于海外——也就是3.25%。假定平均说来，这可以作为一个相当好的典型说明自从 1580 年以来的发展情况的话，那末伊丽莎白在 1580 年从德雷克的战利品中所提出的 42,000 英镑投资，到 1930 年就应该已经累积到接近于我国目前对外投资的实际总额——42 亿英镑了；换句话说，比原来的投资加大了 10 万倍。的确，在 120 年左右以后的今天，我们可用以来检验一下这个假定的积累率是不是正确。因为在十七世纪末，英国构成英国对外投资主体的三大贸易公司——东印度公司、皇家非洲公司，和赫德逊湾公司——共有资本约 215 万英镑。如果假定那个时代我国对外投资的总额是 250 万英镑，那末这个概数刚好是 42,000 镑按 3.25% 的增长率在 120 年内所要形

《剑桥近代史》便是一例。

成的数字。①

回溯到十六世纪最后二十五年英国的情况时，读者必须记住，起作用的不是输入的生金银的绝对价值——它自始至终大约才不过是 200—300 万英镑——，而是这些金银对利润和企业所发生的**间接**影响，国家财富在兴建和改良工作方面的增量比上述数字也许要大几倍。我们也不应该忽视另一方面的情形，就是农业人口所遭受的困苦，这到伊丽莎白的晚年由于物价比工资跑得更快的缘故，已经变成了一个极其严重的问题；资本的积累有一部分正是从这种生活水平的降低和经济活动（被周期的危机与失业所冲淡）的增加中得来的。

至于法英两国的工资（这是有关本质的问题）的上涨并不象在西班牙那样可与物价相比拟。诚然，如果威伯所引用的统计数字可以就其表面值接受的话，那末法英两国的利润膨胀为势就非常猛烈，为时也很长久，以致 1600 年的真实工资仅及 1500 年的一半。这些数字汉密尔顿教授是接受的，但如果其含义是说普通工人的生活水平在史无前例的向上发展的世纪中，反而比一百年前的情形降低了一半，那就不足信了。② 这只能是说，伊丽莎白和雅各宾党人时代的经济进展和资本积累的成果，大部分都归入暴发户的手中了，而没有归于工资劳动者。我们对这些数字的信赖程度，只能是这样，再多就不妥当了，而这也就完全足以说明我们的

① 上述的计算都不是绝对严格的，不过表示概数而已。

② 从另一方面来说，我们切不可忘记，十五世纪初英格兰的真实工资是反常地高，远超过了生计所需的水平，所以大有降低的余地。克拉潘教授告诉我，仅以小麦工资的比率为基础，数字说明，就其所值而言，英格兰真实工资的大概动态可以用下述比数来表示：1340，1；1450—1510，2+；1540—1570，2；1570—1600 下降至 1；1600—1650，1+；1650—1700，$1\frac{1}{2}$。

论点。简单地讲来，西班牙的利润膨胀从 1520 年持续到 1590 年，在英国是从 1550 年持续到 1650 年，[①] 在法国则是从 1530 持续到 1700 年(其中 1600 至 1625 是大萧条的年份)。在英国，真实工资在 1680 至 1700 年间迅速上升，而在法国则没有这类提高的证据。近代世界史上，对商人、对投机家和暴发户从来没有出现过这样有利、这样长久的机会。近代资本主义就诞生在这些黄金的年代里。还有一个总结我们也可以顺便注意一下，那就是：经济学家们所说的“短期”究竟有多长呢。关于“短期”，人们所想到的不会比人的寿命更长。一个“短期”的长度完全足以包括(甚至筹谋造成)国势的兴衰。[②]

汉密尔顿教授曾经把威伯有关英法两国的物价和工资的数字加以修正，如果我们把这经修正数字再修正到一个程度，使我们假定所谓货币工资（也许甚至远不能说明劳动者的全部实际经济报酬）只代表着生产成本的一半，并假定另一半和物价平行变动，那么我们就可以得出英法两国的物价对成本的比率，如以下两表：

英国——(假定 1500—1550 年的物价与成本平均说来保持平衡)

	物价/成本		
1500—1550	100		
1550—1560	116	116	1550—1590
1560—1570	112		
1570—1580	116		
1580—1590	120		

① 我们记得，亚当·斯密在他的《国富论》里提出，1570 是英国物价初次受到影响的年份，1636 则是充分影响业经发生的年份。

② 亚当·斯密对于“短期”的长度并没有低估。他写道：“九十年的时间足以使任何没有垄断存在的商品降低到它的自然价格”。

1590—1600	137	136.5	1590—1650
1600—1610	139		
1610—1620	135		
1620—1630	141		
1630—1640	134		
1640—1650	133		
1650—1660	122	124	1650—1680
1660—1670	125		
1670—1680	124		
1680—1690	115	114.5	1680—1700
1690—1700	114		

这些数字很粗略，无疑在细节方面是不正确的。但是它们却可以指出那些时期是投机倒把的鼎盛时期，因之（假定节约的习惯不变）便也能指出那些是资本积累率大得反常的鼎盛时期。

法国的统计数字所说明的情形大致相同，不过在那里迟至1700年工资还没有上升起来。

法国——（假定1500—1525年的物价与成本平均说来保持平衡）

	物价/成本
1500—1525	100
1525—1550	103
1550—1575	110
1575—1600	139
1600—1625	118
1625—1650	128
1650—1675	123
1675—1700	124

西班牙的利润膨胀从来没有这样大，到十六世纪末就已成为强弩之末了。下表是以汉密尔顿教授的安达卢西亚物价与工资统

计图为根据的，并未加以任何校正①。

西班牙——(假定 1500—1520 年的物价与成本平均说来保持平衡。)

	物价/成本
1500—1520	100
1520—1530	111
1530—1540	122
1540—1550	125
1550—1560	126
1560—1570	106
1570—1580	112
1580—1590	115
1590—1600	106
1600—1610	94
1610—1620	84
1620—1630	84

在以上的三张表里，我们应该注意的是从一个十年时期到另一个十年时期的变动，而不必注意绝对的数字。

我要请史学家特别注意的明显结论是：各国利润膨胀时期和紧缩时期与国家的兴盛时期和衰败时期异常符合。西班牙的强大与 1520 至 1600 年间的利润膨胀同时出现；而其衰败则与 1600 至 1630 年间的利润紧缩同时发生。英格兰国势的兴起较晚，相隔的时期正是新的货币供应量对其经济制度所发生的影响晚出现的时期，这种影响在 1585 至 1630 年达到最高峰。在"无敌舰队"远征的一年，腓力王的利润膨胀正好结束，而伊丽莎白的利润膨胀则刚刚开始。假使我们就法英两国作一比较，路易十四财力的强大和

① 这一张表是根据汉密尔顿教授的统计图（见《经济学杂志》1929 年 11 月号，第 354 页）和他惠赠给我的一张数字表综合编成的。

詹姆士二世财力的微弱，所形成的对比，可以看出是由于法国的工资在17世纪最后二十年中相对于物价而言的上涨不象英格兰那样多的缘故。① 的确，当时的情形和今日的情形正相对应，今日法国政府相对于英国政府而言财力强大的情形主要是由于（其他有利于法国的唯一因素就是降低战债的帐面价值）自从两国恢复金本位以后，法国一直能够把货币工资保持在异常低的水平上的缘故。自从欧战以后，法国已经重建起来，它的对外投资大有增加，这不是由于效率特大的缘故，也不是由于节约特好的缘故，而是由于利润膨胀急骤发展的缘故，这种膨胀已经足足持续十年之久了。

请读者们千万不要以为我把全部的经济福利都包括到这个考察中来了。真实工资水平相对低的现象必然是利润膨胀时期的特征，因为伴随利润膨胀而来的资本财富畸形增长，有一部分就是由于牺牲当前消费而来的。因此，我们不能得出推论说，利润膨胀是令人想望的；比这妥当得多的结论是：利润紧缩应当避免。

所以利润膨胀几乎肯定会导致财富分配更不平均，除非我们对富人们征课现代英国所特有而不见之于其他地方或其他时期的直接税以抵消其影响。可以列入另一方面的抵消因素还有利润膨胀所产生的乐观情绪、企业精神、和良好的就业状态；但主要的还是资本财富的迅速成长，以及往后的年代中从这方面所得到的好处。在我们为任何时代或任何国家判定其中的作用以前必须把这些有利之点和不利之处权衡一番。拉姆赛先生在他的《储蓄的数理理论》一文中，（原载《经济学》杂志，1920年12月号）肯定指出理

① 在十七世纪的最后十年，荷兰的威廉（即征服王威廉）的处境为伦敦投资大繁荣所拯救。这一繁荣是由于前面已经顺便提及的各种特殊原因造成的（见前第128页）。

想中正确的积累率肯定要比年收入的10%—15%快得多；我在上面说，这是典型现代社会的积累率。所以，如果我们所讨论的是一个长久时期，那么从长远来看，工人阶级从利润膨胀强加于他们身上的节制中所得到的好处就会远超过他们开初时减少消费而受到的损失。而且，相应于一定量资本财富增量的本期消费减量，以强迫储蓄的方式提供决不会比自愿储蓄的方式更大；唯一受到影响的就是由此而产生的财富的分配方式，而且当财富及其果实不由名义上的所有者消费而是积累起来了时，不公平分配的害处就不象表面上看起来那样大了。

自不必说，这一切对于一个积累的财富极其贫乏的社会是可以适用的，例如十五世纪末的欧洲就是这样。不能想象，法英两国在1700年和1500年之间的财富差额是单纯依靠节约创造出来的。其间创造了现代的世界的利润膨胀。假如从长远来观察的话，的确是有价值的。即使在今天，温和的利润膨胀的趋势，比起温和的利润紧缩的结果来，能更迅速地使我们走向拉姆赛先生所谓的“理论的B”(B字代表“Bliss”，意即“至福”)，以便使这“至福”从我们的后代来考虑时更接近于它应有的情形。

话虽这样说，考虑到一切情况之后，我至今还没有改变我原来的看法，认为今天最好是采取一种政策，一方面不惜一切代价力求避免紧缩，同时又以稳定购买力作为理想的目标。也许最后的解决办法在于使资本发展的速度更多地变成为国家的事务，由集体的智慧和长远的眼光来加以决定。假使积累的任务变得不那么依赖于个人幻变不定的想法，使它不再听命于个人的打算(这种打算一部分是以目前在世而寿数有限的个人对自己的有生余年的预期

为根据的)，那末今后究竟应当通过节约，还是通过利润来使社会总财富的发展得到最有利的增长率的问题就不会再出现了。

二、十九世纪九十年代的经济萧条

我们现在必须向前跨进一大步。我们在前面已经讲过投资多于储蓄时会怎样形成繁荣的理论;显然,这一理论对于十九世纪中叶随着铁路事业的过速投资而来的那些信用循环是很切合的。我们不谈这个，也不谈拿破仑战争之后所发生的颇有借鉴意义的紧缩政策，现在就来谈谈十九世纪九十年代人所周知的奇妙的经济萧条。

大不列颠在 1890 到 1896 之间的事态发展过程看来始终不是旧式的货币数量说所能解释的。诚然奇怪的是：那一时期的事态使人们对于当时流行的各种货币学说的是否正确所产生的怀疑,好象就只有那么一点儿,而不是更多。当时的确只有最不受人信任的幻想家才对这些学说提出争辩。人们非但不去怀疑这些学说,反而从这一时期的实际事实中捏造了一套神话般的叙述。

我们自来就听到一种说法告诉我们说,在 1896 年达到最低点的物价下跌是由于黄金的缺乏造成的;而黄金之所以缺乏,则是由于在南非金矿开发以前新的开采量赶不上许多国家采用金本位而产生的需求量。假使他们指的是截至 1886 年为止那十年间的事,那末这个解释就大概是正确的。从 1886 到 1890 物价水平就有所恢复，随后又再度下跌，到 1896 年降至最低点。与我有关的是 1886 至 1896 这十年，尤其是从 1890 到 1896 物价下跌的几年。在 1890— 1896 之间，索尔贝克的批发物价指数大约下降了

18%，而《经济学家》杂志的指数则大约下降了14%。

所以物价的下跌是严重的。然而，如果我们细看一下数字的话，把这次物价下跌归因于黄金的缺乏似乎就有些荒谬了，至少就大不列颠而言是如此。在1890—1896年之间，英格兰银行的黄金储存总量增加了一倍，该行的准备则几乎增加了两倍，存款额几乎增加了一倍。在两年半的时间内(从1894年2月至1896年9月)英格兰银行的利率始终保持为2%不变。其时，英格兰银行以外的各银行，存款额也增加了20%。总之，这一时期的特征是黄金极为丰富，信贷极易取得。而这个时候却出现了贸易停滞、就业不佳、物价下跌等现象。

所以，事实很明显，物价相对于货币而言，必定有过异常大的下跌。相对于批发指数来说(要是有的话，我倒愿意使用一个比这更适当的指数)，银行余额几乎上升了50%，但却没有收入紧缩的迹象存在。相反，货币工资率略有上升，其他货币收入也在往上提，至于1892—93年间由于极其严重的失业而引起的轻微的下跌，则又当别论，情形有如鲍利博士的下列统计表[①]所示：

年　度	货币工资率指数	工资总支出(单位：百万英镑)	免征点以上的收入(单位：百万英镑)
1889	82	530	640
1890	84	550	640
1891	86	555	635
1892	87	545	625
1893	87	545	630
1894	88	560	645
1895	87	580	660
1896	88	595	680

① 原载《经济学杂志》，1904年号，第459页。

从前几章的理论中，我们可以得出这样一个推论：在这些年份中必然有过极其严重的商品紧缩（也就是储蓄率大大地超过了投资成本的情形）。我们要是看一看《经济学家》杂志的新投资表①，这种情形就可以得到明显的证明：

年度	新证券发行额（单位：百万英镑）	国产品输出量（逐年变动百分比）
1880—1889（年平均数）	102	——
1889	168	+3.71
1890	141	−0.51
1891	76	−5.30
1892	59	−3.43
1893	42	−2.10
1894	74	+3.35
1895	84	+8.57
1896	84	——

1888至1890年间，曾出现一个投资繁荣，这几年的新资本发行额反常地庞大。但是从1891到1896新投资的跌落又使投资活动远低于正常水平。1892和1893两年的新发行额跌到1880至1889这十年期间的年平均数的一半，而1893年的总数则比统计数字所及（上溯至1870年为止）的任何一年都低。从1891到1896的六年中，每年通过新发行市场发出来的新投资比1885到1890这六

① 上表所列数字是新资本发行方面的实际取款通知额，所以证券的转换，资本的重新整理等等都没有计算在内。计算在内的是英国所发行的各种债券，其中有一部分——有时甚至一大部分——是在国外认购的。我在这一栏的旁边列出了国产的输出价值的变动一栏。在那个时期，我国海外顾客的购买似乎很快地受到我们大量贷款给他们的影响。

年减少40%，比1880到1889这十年减少32%[1]。我们没有理由认为，通过新发行市场发出来的投资的削减会由其他方面投资的增加而得到补偿。恰好相反，据估计，美国在1894年从伦敦市场上买回了价值约6,000万美元的美国证券。

关于投资率，我们就讲到这里为止。当我们转而讨论储蓄率时，却没有理由认为其有任何下跌。据鲍利博士估计，1891—1896的总货币收入比起80年代来提高了15%—20%，真实收入的提高当然还要大些。如果1880年全国以货币计算的储蓄总额为15,000万镑左右，那末到1896年就可能已经接近两亿镑了。其他的迹象表明，英国在90年代早期是一个极节约的时期。货币价值尽管上涨得很多，邮政储蓄银行按货币计算的存款在1888至1897之间却增加了一倍，普通银行的存款也增加了30%[2]不仅如此，以偿债基金偿付国债的做法也很活跃。

投资率的下跌以及其在空前绝后的低利率下仍不能迅速恢复的原因，极为复杂，而且各种各样的原因都有。但是无论任何人，只要读过这一时期的金融史，便可以相当清楚地看出它们的一般性质。1888至1890年的投资繁荣以1890年的巴林危机告终。这一事件不仅使南美洲证券的投资人，而且也使投资信托公司股票的投资人的信心受到了严重的打击：这些投资信托公司在前几年

---

① 新发行额的年平均量如下：
1880—1889……102,000,000英镑
1885—1890……117,000,000英镑
1891—1896…… 70,000,000英镑

② 如果我们能将储蓄存款和活期存款区别开来，我估计储蓄存款就增加达一倍。

中还极为活跃，事实上成了公司发起人，其中有些后来却遭遇了严重困难。[1]其时在印度和美国，人们对于通货的前途大感怀疑；前者一直到 1893 年封闭造币厂之后信心才慢慢恢复，后者则怀疑感一直延续到 1896 年"健全"货币党取得胜利时。至于澳大利亚，则被 1893 年的银行大危机压垮了。因此，英国的对外投资几乎全部停顿，同时国内又没有什么特殊的活动或新发明可以吸收多余的储蓄。[2]

我们可以相当有把握地得出这样的结论：从 1891 到 1896 年间，大不列颠的储蓄率大大地超过了投资率，而私人储蓄中没有作用的数额，据估计每年约达 5,000 万英镑之巨；就是说，私人从自己的货币收入中所储蓄的款项每年增加的数目比国家财富的增量共多出 5,000 万英镑；生产因素按单位产量计算的消费量增加了，通过这种方式享受了这笔款项的等值物。至于生产者(如农户)则由于价格数度下跌，而生产成本又不能相应地下跌以资补偿，于是便受到了重大的损失。凡是继续被雇用的生产要素都享受了比原先更高的真实报酬，但是在另一方面，失业的比例却反常地大。

在这整个的时期中，存入银行的真实存款(大概主要是定期储蓄存款)，比货币余额增加得更快；物价的下跌只是因为银行货币量更大得多的扩充才被避免。

所以，我认为这个时期的历史正是长期商品紧缩的完美例

① 《经济学家》杂志在它 1892 年的《商业史》中写道："是信托公司理财方法被揭露一事比任何其他事情都更使不信任的空气散布开来并经久不散；恐怕这事在将来的一个时期内还会继续发生有害的影响。所以一般群众已经拒绝听信劝诱，不愿参加新的工业企业或其他事业了。

② 值得回味的是：1896 年复苏的开端是和商业循环的繁荣相联系的。

证——尽管银行货币总量已大量增加，它仍然发展下去，坚持下去。历史上没有其他的例子使我们能够这样清楚地追溯出企业家按当前储蓄量的规模长期地放下新固定资本的生产活动所产生的影响。

就量的方面来说，物价水平所受到的最后影响似乎超过了单独通过无效储蓄这一个因素按情理所能解释的程度。但是有了上面所说的那种长期紧缩所产生的累积的影响和次级反应之后，这便是意料中的事了。而且我们也可以预料到，批发指数（见本书第164页）所受到的影响一定比消费指数所受到的大，后者的动态我们不能确知，因为其中包括许多前者所摈除的不明显的项目在内。假如大不列颠是一个封闭式的经济体系的话，那末储蓄超过投资的金额其本身就足以说明消费指数在初级阶段中4—5%的下跌。但是事实上这种现象是国际性的，——其他地方也发生了同样的事情，在初级和第二级阶段对于国际的批发物价都产生了复杂的相互影响。不仅如此，在较后的阶段中，英国停止对外投资引起黄金流向伦敦一事，也许导致了外国的收入紧缩和利润紧缩，从而对国际价格进一步发生压抑作用；正象1929年年底的情况那样，其时法国和美国的物价水平受到了年初黄金流入各该国所导致的国际紧缩的影响。

英格兰银行能阻止这一紧缩吗？就银行贴现率来说，它已经尽其力之所及地使信用宽松了。我们不能明确地看出，按照当时的观念，它还可以采取什么别的行动，须知"公开市场"政策在当时是闻所未闻的。就事论事，英格兰银行的"准备比"在1893和1894两年已经上升到70%了。在那些年头购买证券也许有助于浪潮

早日转向，但是统一公债价格早已高昂，英格兰银行买进统一公债对投资是否能够发生任何重大的刺激作用，必然是大可怀疑的。看来这事情除开政府采取强有力的措施以外，就没有其他能见效的办法了。要吸收本期储蓄并避免 1892—1895 年的严重失业，唯有的途径也许是由政府和其他公共团体大量借款来投资于各种公用事业的大规模兴建计划，或是由政府按最近公布的贸易帐款与出口信用法案的精神出面担任借款担保人。但是任何这种政策当然都和当时的观念与正统精神完全不能相容。

三、1914—1918 年的战时繁荣

欧战的金融史，至今甚至连一篇导论都还没有写成。这部历史也许永远无法写得完满了，因为有很多主要统计资料当时都已被扣压，迄今仍然很难或者不可能取得，而我们对数字的量值和事情的概况的记忆又已逐渐模糊。然而，追思既往，我深觉当时我们对眼前事务的理论见解未免太浅薄了，对于货币数量说也是生吞活剥地应用的。我想不起有任何人曾经清楚明白地提出过我现在对当时的境况所见到的主要特点。可是那时我们如果能认识投资超过储蓄对物价所发生的影响的话，这种主要特点就一定会被看出来了。在本节中，我不打算对这个时期进行统计研究，而只打算提纲挈领地叙述一下当时所发生的事情的一般性质。

这次战争在一切国家里都无可避免地使庞大的资金转向，其所投入的生产形式，因为不能增加所得收入者能够购买和消费的流动消费品的数量，所以影响便和平时增加固定资本投资的影响相同。在这种方式下所需的投资—— 尤其是在初始阶段之后——

的规模超过了自愿储蓄预计可能达到的最大限度，纵使把停止大多数其他投资(包括损耗的抵补)这一点计算在内也是这样。所以强制某种形式的购买力移转是以所需的规模投资于战争物资方面的一个必要条件。怎样能实现这个移转而又使社会最少发生摩擦与纷扰，在当时乃是一个有待解决的问题。

这样说来，我们的前提便是：按单位产品计算的生产因素消费量必须削减①，同时这种削减不能以出自其报酬中的自愿储蓄使之充分实现。从这里我们就可以得出这样的结论：生产因素按单位产品计算的真实报酬必须减少。这一点有三种方法可以办到：(一)减少货币工资，同时使物价稳定不变，(二)让物价上涨得比货币工资更高，以便降低真实工资，(三)对生产诸因素的报酬征税。

纯粹财政主义者主张采用第三法——也就是说，自愿储蓄所不能满足的要求，全部或者绝大部分以征税办法满足。但是我想他们没有体会到如果不伴之以物价上涨的话，这一办法在实践中会具有什么意义。这事的目的是要削减一般的消费，光是削减比较有钱的人的过度消费完全不够；因为富人们的消费，尤其是在战时，在总消费中并不占够大的比例。这样说来，征课势必要直接针对着比较贫困的人了；因为他们消费总额庞大，所以最需要在这种或那种方式下削减的，正是他们的消费。换句话说，这就意味着对一切工资而言，每镑大概征收5先令或更多的税。谁也不能想望任何一个交战国政府，会在本身重重困难之外再添加上这种租税

① 那时各当局远没有认识这一问题，情形可以由贸易大臣朗西曼在1915年初所发表的一篇演说(见贝佛里季：《不列颠的食物统治》第9页)中看出，其中他提出：避免物价上涨的办法必须在提高工资方面去找。当时的一般意见则是必须压制物价而让消费不受限制。

所引起的政治问题。

这样一来，就只能在其余两个供选择的办法中抉择其一了——是降低货币工资，还是任令物价上涨。这两个办法主要的初期影响是一样的——腾出来的资金开初不会归入政府手中而是以逾乎寻常的利润的方式进入企业家手中，除非是政府单纯采用扩充通货的办法。不论用哪种办法，这种情形总是会发生的，因为产品的货币收入和货币成本之间的边际已经扩大了。所以假定我们在这两种办法中任采一种的话，企业家们都可以说是成为所得收入者方面所抽出的资金的经收代理人了。掳获物落到了财运亨通的企业家们的腰包里，政府要不用借款方式、就得用课税的方式取回。应该指出的是：这笔掳获物一旦由收入者转到企业家手中之后，课税的办法就十足有效了，纵使这种税主要只以所得税、附加所得税和过分利得税的方式加在富有阶级身上也是如此。

在压低货币工资和任令物价上涨两种政策之间，选择后者比较自然，而且也更有见识。第一，压低货币工资的政策所引起政治上和心理上的反感几乎会和征工资税一样多。第二，有许多形式的报酬，尤其是资本的报酬，都是有合同保护的，除赖债外无法推翻；所以全面的降低货币报酬是极难实行的，甚至是不可能实行的。但是还有一个比政治和公平的理由更重要的实际理由，支持物价上涨的政策，这是一个交战国政府所应该十分重视的。在这种战时，必须把各种生产资源大规模尽快地由一种用途转入另一种用途。要做到这一点，非借助于物价机构不可；这就是把信用贷款交付给新用途方面掌握，准许其抬价以购取旧用途方面的生产资源，这样就容许了某种程度的收入膨胀。任何政府如果为了“纯

粹财政主义”而拒不采取这种策略就一定会在这一场搏斗中失败。[1]

因此，我的结论便是：在战时，允许利润膨胀、使物价从而上涨，乃是无可避免的事，也是明智的做法。但是我们必须记取，我们的目的是要让物价上涨高于报酬上涨；也就是说，我们基本上是求得利润膨胀，而不是求得收入膨胀。某种程度的收入膨胀是必须允许的，这样可以帮助生产资源象上面所提到的那样在各种不同用途之间重行分配。但是我们的主要目标是要把真实收入从消费者手中转移到政府手中，万一我们的利润膨胀变成了收入膨胀，那就无法达到目的了。说到这里，我们这一部分论证的结论就很清楚了。我们的目的是：物价上涨应该高于收入上涨，因此我们应该更加大力控制报酬而较小控制物价。

把战时行不通或不明智的政策象这样抛开之后，剩下的问题就是在战时财政的“恶”与“善”之间作出实际抉择的问题。利用企业家们作为经收代理人是方便的。但却只能让他们当代理人而不能让他们当委托人。政府根据十分充分的理由，采取政策，使掳获物倾注到他们的怀中之后，应当有把握叫他们用纳税的方式交出，而不允许他们把如此得来的东西“贷给”国家，从而对社会的未来收入取得一种债权。让物价相对于报酬上涨，并尽最大限度对企业家征税——乃是战时理财“善策”的正当办法。须知对利润以及对免征限额以上的收入实行高额征课不是取利润膨胀而替代之的办法，乃是与之相辅相成的办法。

---

① “军火工人方面所提出的每一次争议最后几乎都是用提高工资的办法解决的——“让他们得工资，让我们得实物”（参看丘吉尔：《战后余波》第33页）。

我不知道这问题在理论方面有没有人完全按这种方式提出过，但这里所讲的却非常接近于不列颠财政部在战争末期经过反复试验实际发展出来的那种制度。他们的办法出人意表地接近于理想的正确办法，唯一可訾议之处就是没有及早采取这个措施而事后在1919年又没有随其他赋税之后实行资本特征税。这样一来，企业家们便仍然能对社会未来收入握有债权，其数额大得不近情理，但也并非不堪忍受，其结果我们至今还担负着。事实上我们非但没有在1919年用资本特征税的方法来削减这种债权，反而在直至1925年为止的几年内提高这些债权的契约所凭据的通货价值，使之更重地卡在我们的脖子上。

其他欧洲国家的战时财政，如用上述“善”的标准来衡量，就远为“不善”了——这与其说是由于利润膨胀的成分比英国大得多，倒不如说是由于他们的企业家能够从掳获物中（在理论上和实际的证券上）保留一个大得多的比例的缘故。但是命运之神就是这样作弄人类的；这些“恶”的方法最后的情形反而比英国的中庸之道好。因为其结果使得负担十分不堪容忍，以致单单凭借事物本身的力量就使得立约所据的通货由于贬值而全部或大部分被取消。世界上没有比中庸之恶更坏的东西了！假如黄蜂与耗子是胡蜂与老虎的话，我们该早就把它们消灭掉了。大不列颠由于战争而对拆息食利阶级担负的债务也是如此。

这次战争时期还有一个特点是有些“稳健的”理财家过分地注意银行货币的总量。我们在前面曾经说过，当时一般人竟然都认为，如果能以爱国心打动老太太们，劝她们把多年来存在银行里的定期存款让给财政部以换取战时公债，那末当时的通货膨胀就可

以避免；因为这样一来，银行货币的总量便没有任何增加的必要了！我们只要用收入存款的观念、用收入之流的观念、用通过这些存款而发生的消费支出的观念来看问题，这种粗陋的思想错误就可以避免。还有其他的爱国人士费尽心思，企图想出妙计，使同一货币周转量能以较少的通货票据来完成！

四、1919—1920年的战后繁荣

到了战争结束的时候，全世界正常的平时生产过程所必需的营运资本都已告枯竭——也许已经枯竭到史无前例的程度了。正在制造中的一部分货品对于原来的目的而言突然间变成为无用的东西了，而消费品的贮存量则到处都下降到远低于正常水平的程度。所以只要有购买力，货物需量的远景是巨大的。同时，军队复员后，劳动力的供给量也很大。因此，这批劳动力如果按照当时流行的货币工资予以雇用、而又把各种战时限制办法完全取消的话，那末物价的上涨便是无可避免的。不仅如此，工具品和其他固定资本（例如房屋）方面，也有许多推延而未满足的投资需求。

这样一来，刺激投资使其速度超过储蓄率的推动力是异常之强大的。同时，以满意的货币工资率替从前的军人或从事军火生产的人们找寻工作的压力，也同样强大，理由是显而易见的。所以，除非是战时的限制办法继续有效并加强执行，除非是把复员军人的就业过程拖延一个相当长的时期，否则利润膨胀便是无可避免的了。在当时的情况之下，要银行当局用足够的力量来阻止利润膨胀，那是完全办不到的。纵使这一点是可以办到的，但从全体来看，谁又能说：一定是可取的呢？依照我在事后写作时的判断，

银行当局在较晚的阶段中有三点是大可指责的，第一，他们允许利润膨胀发展为猛烈的收入膨胀；第二，他们没有及早地采取步骤以制止循环的第二阶段；第三，所采取的步骤业经为害很久之后，他们还继续采用。

回顾过去时，人们就会认为，伴随着战争而来的利润膨胀必然不止一个，还有一个也会紧随着出现。战后的繁荣在许多不同的方面虽然是错综复杂的，但主要还是由于亟需迅速补充营运资本所引起的投资超过储蓄的现象而来的。在第二阶段中虽然激起了一个极其强大的收入膨胀，但利润膨胀以及后来的利润紧缩的程度却可以从 1919 年春至 1920 年年中物价上涨超过工资的程度，以及 1920 年年中至 1921 年年底工资上涨超过物价的程度中清楚地反映出来。

不幸的是，可取得的统计资料不适于严格地说明这一动态。在 1919 年，生活费用指数依然受到价格管制的影响，能充分说明制成消费品在 1919 年秋季和 1920 年春季价格上涨情况的真正消费指数又不存在。此外，那时的现象十分显然是全世界性的，由于制成品可卖极高的价格，象大不列颠这类的工业国家，便占了世界其他地区的便宜而赚得了利益，结果，使这些国家中物价相对于工资而言上涨的程度可能比世界一般的情况要低。如果这一点正确的话，那末把有关不列颠的统计资料普遍应用于全世界，就会使利润膨胀的程度失之于估计过低。权衡各种条件之后，我认为用对照鲍利教授的不列颠工资指数计算出的贸易部批发指数动态，对于这一情势至少可以为我们提供一些有趣的侧面看法。这些动态有如下表所列：

		1 贸易部批发指数	2 鲍利工资指数	3 (1)对(2)之比	4 根据劳动效率增加校正(1)对(2)之比
1919	第一季度	249	207	120	120
	第二季度	242	209	116	116
	第三季度	255	217	118	118
	第四季度	288	221	130	130
1920	第一季度	309	231	134	135
	第二季度	324	250	130	131
	第三季度	314	267	118	119
	第四季度	284	273	104	106
1921	第一季度	227	276	82	84
	第二季度	202	268	75	77
	第三季度	190	244	78	80
	第四季度	174	228	76	78
1922	第一季度	162	215	75	78
	第二季度	160	202	79	82
	第三季度	157	189	83	86
	第四季度	156	179	87	90
1923	第一季度	158	177	89	93
	第二季度	160	174	92	96
	第三季度	157	174	90	94
	第四季度	161	173	93	97
1924	第一季度	166	174	95	100
	第二季度	164	177	93	98
	第三季度	165	179	92	97
	第四季度	170	179	95	100

鲍利工资指数是已支付的实际工资指数，而不是效能工资指数。我认为假定 1919 年的效能水平和战前相同，以后每年增加 1% 这样就可以对这个指数得到一个粗率的校正数。在这个假定之下，战时的利润膨胀使批发指数（按 1919 年头三个季度的平均数计算）相对于不列颠的效能工资而言上涨了 18%。到 1920 年

的上半年,[①] 战后繁荣时期的利润膨胀又使这个差距增大为33%(按1920年头两个季度的平均数计算)。在1920年年中以后，利润紧缩就露头了，不过几个月就消灭了前面的利润膨胀而产生了实实在在的利润紧缩，于1921年和1922年的第一季度达到最低潮,其时的严重程度不亚于前面的利润膨胀。这时,在利润紧缩之上又出现了一个收入紧缩(根据我们前面的论点说来,除非是采取相反的特别步骤，否则便正是预计要发生的事)，但直到利润紧缩发展了差不多一年的时候才出现，也就是出现在1921年年中到1922年年底。到了1922年年中，这个收入紧缩即告终结,而利润紧缩也在逐渐回头,如上表中第(4)栏所示,一直到1924年平衡就恢复了。[②] 在后面一页的表中，我们对这些过程的情景，提供了一个说明。

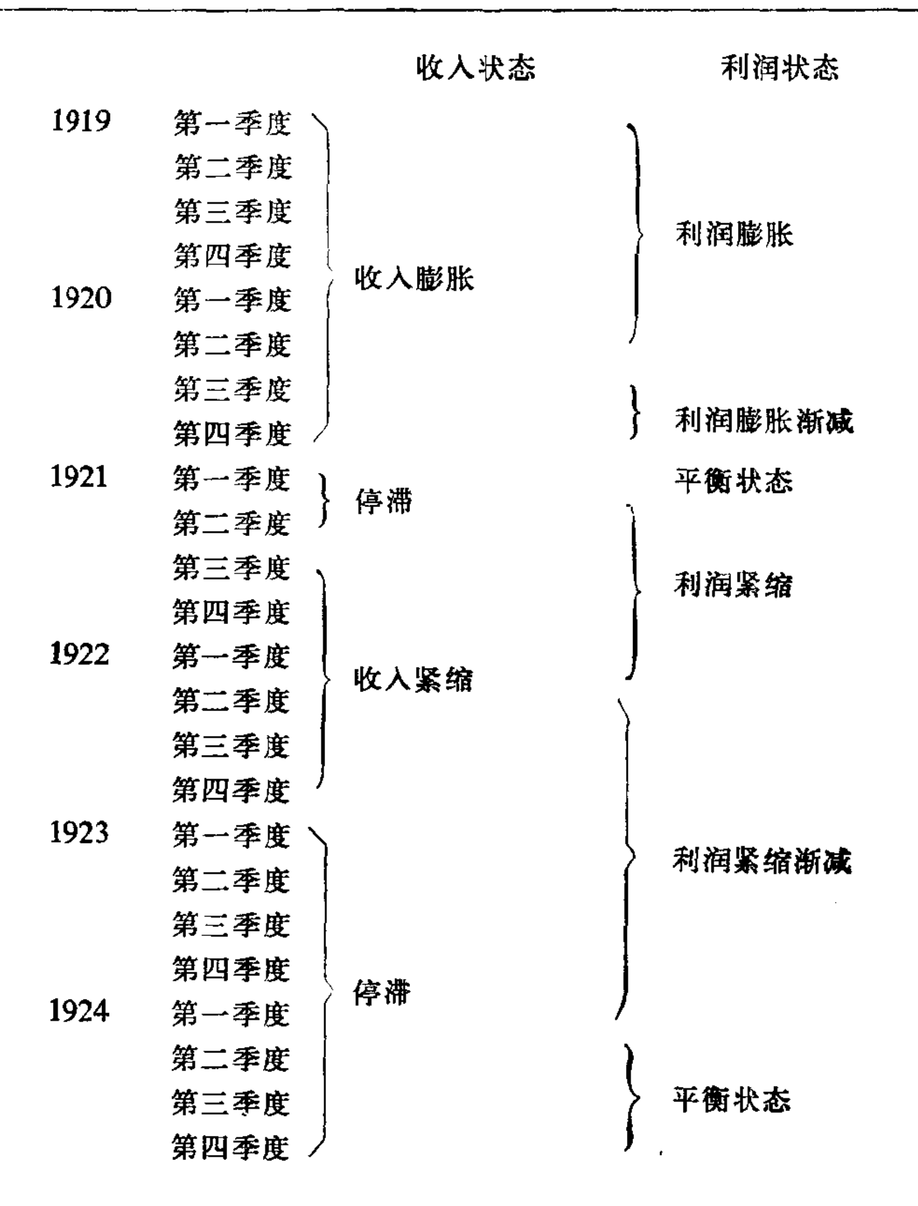
应该补充说明的是:以上所提出的一切一般说法,更有必要就正于详研战后史实的人。我不揣冒昧地提出我的假说，聊供勤谨胜于我的统计学家和历史学家们评断。但是以上所说的如果对当时所发生的事情提供了正确的说明的话，便和前几章中的理论所预言的事态概况颇相符合。当然，1919年的收入膨胀和利润膨胀都是战争时期这两种膨胀的继续。此外我们又看到人们根据具体情况而发动利润膨胀或利润紧缩实行的那银行政策，这种膨胀或紧缩在6个月至9个月之后,[③] 就演变为收入膨胀或收入紧缩。

---

① 亦即当时发生了约达战前数额的15%的收入膨胀，其上还有33%的利润膨胀。

② 此后又出现了一个由于恢复金本位而引起的紧缩，情形见本章的下一节。

③ 正在这个时候，工资率的变动性相当大。随着大不列颠恢复战前金本位而发生的利润紧缩并不曾在5年后产生收入紧缩。



因为银行体系并没有多大力量去直接影响收入状态，只有通过利润状态才能做到这一点。

回顾过去，我们看到，经济萧条的极度延长是由于 1921 年上半年的利润紧缩所造成的。无疑，发动这次利润紧缩的目的是要部分抵消战争时期和战后时期的收入膨胀，实际上从 1921 年年中到 1922 年年底实现了这一点，往后在 1924 年时又一次地实现了这一点。但是从国家繁荣的角度来看，这个政策是错误的。假使

我们努力在1920年年底那种程度的收入膨胀的基础上(也就是比战前大约高出175%的基础上)，稳定我们的货币状况，那末以往10年中的麻烦便大部分都可以避免了，而且也许会使我们差不多和美国一样富有。这样做还有一种附带的作用，那就是使战债的真实负担低于现存数额的$\frac{2}{3}$。实际采用的政策却使战债问题的严重性增加了50%，并使我们闹了10年的失业，因而使财富的生产可能减少了10亿英镑以上。

五、大不列颠恢复金本位问题

1925年5月，大不列颠恢复了原来的金本位。在这以前和这以后的6个月中，有必要将英镑的黄金价值提高大约10%，其时黄金本身并未贬值。① 这就意味着按单位产品计算的货币收入之流(也就是一般报酬率)必须减少10%——除非是黄金本身贬值来帮助渡过这个过渡时期。换句话说，当时必须有一个名符其实的收入紧缩。

战前，至少在50年以至100年以上的时期内，我们从来未曾经历过这样大规模迅速而冷酷的收入紧缩；而1921—1922年的收入紧缩则由于种种理由而不能成其为充分的先例。反之，利润紧缩我们倒经历过好多次；这种利润紧缩通常都伴随着某种程度的收入紧缩，而出现的时候是在经济繁荣之后，代表原先的平衡状态的恢复。我们也可以说，1924年年底有过一种温和的利润膨胀的轻微倾向，随之而来的还有一个更加温和的收入膨胀，而恢复金本

① 迄至1925年5月为止的一年内，根据各种国际指数衡量，金价略有下跌，——也许下跌了5%左右；但是在其后的两年中，它又完全恢复了全部下跌的价值。

位所需要的紧缩则远超过了抵消这一趋势所需要的程度。但是财政部当局和英格兰银行当局都不懂得收入紧缩和利润紧缩两者之间究有什么不同，结果便把自己手中的信用限制和银行贴现率两种武器的效用大大地高估了——以往这两种武器用来使冷酷无情的收入紧缩从天外飞来，以便抵制利润膨胀时，倒往往是奏效的。

从企业家手中收回信用时，后者雇用人手的能力就削减了；同时，信用成本的增加、批发价格随着英镑的外汇价值提高而出现的下跌、国内购买力的降低等等，都会使利润减少，从而使生产的刺激减弱。因此，英格兰银行运用其传统武器时，最初是引起了一个利润紧缩。物价当然下跌了。于是英格兰银行的总裁自以为可以向财政大臣回报他的任务已经完成了。

然而事实却远非如此。要建立平衡状态，必需把货币收入之流以及按单位产品计算的货币报酬率适当地降低。但是开初时物价的下跌所降低的不是成本，不是报酬率，而是利润。企业家首当其冲，英格兰银行的政策唯有使它痛感苦楚后，把压力推到适当的方面去，才能恢复平衡。企业家眼看着物价下跌得比成本快，他们有三条路可走：第一，尽最大限度忍受损失；第二，从利益较次的活动中退出来，从而减少产品量和雇用量；第三，和他的雇员斗争，降低他们的单位产品货币报酬。从全国的观点来看，这三种办法中唯有最后一种才能恢复真正的平衡。可是，久而久之，只要效能可以足够地增加，这三种办法便可能和维持单位生产因素货币报酬不变的做法并行不悖。

企业家把上述三种办法统统尝试了。那时他们是屈从于第一种办法之下了，也就是削减或放弃他们的利润——其为时之长，程

度之深，实属出人意表。主要的实业——老牌的纺织工业以及煤炭、钢铁、铁路等重工业和农户们——都只是忍受了它们的损失，它们不仅是若干月地、而是若干年地继续忍受下去。这些实业往常赚得的利润已减少了几千万镑之巨。在合股经营的组织方式中，管理权大致都交付给领受薪水的人了，这种形式在当时大概使得延续的时期比全部损失完全落在实际经营者身上的情形更为长久。

从这里就可以推论出，失业现象的充分发展也推迟得比预料的时期更久。但是企业家开始时也利用了第二个办法，——即减少利益较次的活动。在恢复金本位的工作已经完成五年之后，就业人数的削减仍然在毫不减弱地进行着。

剩下的是第三种办法——降低单位产品货币报酬率。原先，正常利润以及生产因素失业的压力在促成收入紧缩方面的作用可能比现在快。严重的收入紧缩不仅是摆脱最近的膨胀时所发生的反作用，我相信人们对于这种紧缩的反抗永远是非常强大的。但现代世界中存在着有组织的工会和无产阶级选民，这种反抗就无比地强大了。

企业家们试图推行第三种办法，终于酿成了1926年的总罢工。但是政治的和社会方面的考虑不允许人们充分运用自己从那次罢工失败中所得到的优势。在某些个别工业中的工资率固然是惨跌；但是在鲍利博士的每周工资率总指数中，1930年的数字实际上还是和1924年一样高。于是人们唯一能希望的效能提高，就只有单位产品货币报酬降低的情形能和单位生产因素货币报酬不变的情形相配合的那种效能提高了。最后，出路也许就是这一条。

这时，企图用导致利润紧缩的武器来造成收入紧缩的做法，使国家的财富所蒙受的损失却是十分巨大的。假定失业量中只有一半是非常态的，国家的生产量每年所受的损失估计也会在一亿英镑以上——而这损失却持续发生了若干年之久。

六、大不列颠恢复金本位后的国内与国外投资

上面说明了，大不列颠从1925年起所遭遇到的多种困难，这些困难又被另一因素弄得更为复杂和更为严重了。因为这一因素可以很好地说明本书第一卷第二十一章里的论点，所以就不妨在这里讲一讲。

我们在第二十一章中已经看到，平衡状态下的利息率是：按此利率提供的对外投资贷付额恰等于由国内外相对货币生产成本决定的对外贸易顺差；而按此利率提供的国内投资量又恰等于全国储蓄总额超过对外投资贷付量的逾额部分。大不列颠恢复战前金平价对于贸易差额发生了不利的影响，因为这样就使我国按黄金计算的生产成本相对于其他各地的黄金成本而言有所增加。但与此同时，还有另外一种趋势在发生作用，那就是对外投资对投资人的吸引性比起国内投资来有所增长；——这意味着，为了达到平衡状态，我们所需要的对外贸易差额不仅要和1925年以前一样大，而且还要大一些。由此可见，我们一直有两种独立的力量在发生作用，促使对外投资贷款L在没有高于自然利息率的人为利息率发生阻碍作用的条件下超过对外贸易差额B；因为L任其自然发展时，本身有一直在力图上涨的趋势，而同时B则在减少。

在这种情形之下，如果事实证明不可能使B充分地增加，那末

唯一的办法就是把市场利息率提高到自然利息率之上，借以减少L，此外别无其他补救之道。不过这样做就会发生一个不可避免的结果：国内投资量和投资总额都会被迫跌到平衡水平之下。

这样就出现了双重的原因造成利润紧缩和失业。不仅如此，第二个原因还会以恶性循环的方式出现。因为利润紧缩所产生的实业损失适足以越发增加对外投资的相对引诱力，从而更有必要维持高得不自然的利息率，因此就把总投资相对于储蓄量的不足所造成的利润紧缩、以及利润紧缩本身所带来的失业更牢固地套在我们脖子上了。

一旦抛弃大力削减货币工资的做法之后，还有四条出路可以摆脱难局：

（一）第一个也是最吸引人的方法，就是用降低货币生产成本的办法来增进对外贸易差额B；这种生产成本的降低不以货币工资的削减取得，而以生产效能的提高取得。这在当时称为“合理化”。显然这种意义下的“合理化”程度愈大愈好，这是根本用不着说的。但是这种性质的改良，最多也只能是一个缓慢的过程；为了有助于对外贸易，本国的生产效能相对于货币工资的提高必须成熟得比外国**更快**；外国的关税是一个严重的障碍；而1930年普及于全世界的循环性的不景气又是一个障碍。

（二）第二个方法深得实业界人士的赞许，理由极为明显。其内容是通过关税或其他类似措施减少输入品以增加B。在目前的情况下采取这个补救方法很可能既不会使我们输出品的减少和输入品的减少相等，也不会使对内投资减少，而只会使对外投资有所增加，这种增加主要将成为社会财富的纯增加。象这样和没有关

税存在时将要出现的情况所作的比较，当然假定着减削货币工资(其流动性对于自由贸易状况来说是必不可或缺的)的补救办法无法利用。

(三) 第三个方法是以实际上等于一种津贴的措施来增加国内投资，以便减少市场利息率和自然利率之间的差距。前者是指为了限制对外投资贷付额所必须推行的利息率，后者是指总储蓄额超过B所决定的对外投资额的部分在国内能找到有利出路的利息率。使这笔过剩的储蓄额成为某种形式的投资显然总比把它在企业损失的形式下浪费掉要好得多。但是有关的人们却很难了解到这一点。比方说，如果市场利息率是5%，那么在报酬大概只有4%的资本发展上花钱就无异是浪费了；情形就好象是5%收益的投资和4%收益的投资应当怎样选择的问题一样。其实，从整个的社会看来，真正的问题却是在每年得益4%的资本财富增量和根本没有增量两者之间进行选择。应当指出的是：这种补救办法事实上等于通过津贴或其他相等的安排，替国内投资设立了一种相对于对外投资而言的差别利息率。

(四) 第四种方法是通过国际性的低利贷款政策，在国内和国外促进全世界的投资事业。这种政策通过世界价格的提高或至少避免其进一步下跌，将促进我们的输出，从而增加我们的对外投资；而利息率的下降又会同时增加我们的对内投资。这样一来，就会双管齐下地使总投资额接近于储蓄量，从而倾向于促使企业亏损与失业的时期结束。可是这个方法所需要的国际性的合作，在1929年底的华尔街大暴跌前一直没有出现。不但如此，在短期贷款利率的降低对可用长期贷款的数量与价格发生反应以前，就无

法希望得到充分的结果;而这种反应则由于种种特殊原因,当时并没有迅速出现。最后,就大不列颠来说,我们只能依靠这个补救办法来阻止比较根深蒂固的麻烦加剧,这是1930年全世界循环性的萧条所造成的,此外再要得到更多的东西就欠慎重了。

以上这些方法都有它们的价值,当读者读到这几段话时,其中有些方法也许已经产生了有用的结果。不过,无论如何我对于大不列颠在自由放任制度下的经济前景却有着更深更远的关怀。

大不列颠是一个古老的国家,工人阶级的生活水平比世界上大多数其他地区的现有水平为高。它的人口增长不久就会停止了。尽管有人持相反的说法,我们的习惯和各种制度都使我们保持为一个崇高节俭的民族,在我们的收入中大约有10%提供作为储蓄。在这种情况下,人们可以有把握地预料:假使大不列颠是一个封闭式经济体系的话,它的自然利息率就会迅速地下降。可是在世界其他各地利息率的下跌大概要迟缓得多(只是美国可能很快地达到和大不列颠同样的状况,时间比它自己预料的要早得多)。所以,自由放任制度之下的平衡状态就要求我们必须在对外投资方面替为数很大而又日渐增加的一部分储蓄找到出路。假定我们从以往的对外投资上得来的收入比本期储蓄增加得更快,那末这种状况到时候就会自行调适而无需乎增加我们的输出;因为在这个假定下,经过一定时期之后,从前的投资上所增益的利息就可能为新投资“提供资金”。但是看起来似乎还会有一个中间时期,在这个时期里,假定我们的总储蓄量在国内外投资方面的分配仍旧采取自由放任主义的话,那么贸易出超不相当大量地增长就不可能维持平衡状况。当我写这书的时候,正存在着国际性的经

济萧条，可能使我夸大了这问题的困难。但是我们却遭遇着关税壁垒；而在这个大量生产并普遍采用现代技术的世界中，我们在产业经营上一向所享有的特殊有利条件又在逐渐消失；我们的工人惯常取得的真实工资(其价值中包括各种社会服务在内)和我们的欧洲竞争者比起来是很高的；考虑到这一切之后，我们就不得不怀疑，扩充贸易赢余以达到平衡状态的办法事实上是否行得通。

按照我们的传统原则来达到平衡状态，只要能办得到的话，很可能就是最好的解决办法。但是如果有社会力量和政治的力量阻挠着我们取得这种平衡状态的话，我们就可以对国内外投资采取差别条件，甚至不顾体面，而在国产品与外来品之间采取差别条件。用这种办法取得平衡还是比无限制地忍受营业损失和失业好，而不平衡状态却正是意味这一切。在上述两种办法中间，我认为对国内外投资采取差别利息率的办法，比对国产品与外来品采取差别价格的办法要好得多；因为我认为前一种办法无需冒着使其他方面发生有害反应的危险，就可以取得广泛得多的作用范围。而且，有些时候的确还可以产生积极的社会利益。但是目前我正在转向于一种看法，认为对国货和外货制定差别价格的办法也可以采取，而且会发生一些作用。

七、1925—1930 年的美国

这个时期很有意义，因为到 1928 年春季为止，它提供了一个货币史上少见的例子。也就是说，在这个时期内发展了高速度的生产活动和投资，而储蓄率并不落在后面。但到 1928 年年中时，有迹象说明利润膨胀原先就已经开始发生，在 1929 年春季的繁荣

状况下达到最高点，并在1929年秋季被一个经济崩溃迅速结束。下面的统计表列出了经济崩溃以前的某些主要数字：

年平均数(1926=100)

年　度	提供表报的会员银行			劳动局批发物价指数	标准统计社的工业生产率指数	标准统计社的普通股票价格
	放款与投资	活期存款	定期存款			
1926	100	100	100	100	100	100
1927	103.5	102.5	109.5	95	97.5	118
1928	111	104.5	121	98	100.5	150
1929(1至9月)	114	102.5	121.5	97	110	198

这些统计数字极难阐释，其故有二：任何人要是只看物价指数，就看不出有什么理由使他想到有任何重大程度的膨胀存在；然而如果只看银行信用总量以及普通股票的价格时，却又会相信有膨胀实际存在或正在迫近。我个人当时认为我所说的那种意义下的膨胀并不存在。现在统计材料比当时能得到的更为完全了，根据这些材料来回顾过去，我相信在1927年底以前，虽然大概没有发生重大的膨胀，可是在那个时期和1929年夏季之间的某一段时间内，却的确发展了一个真正的利润膨胀。

批发物价指数是会引起误解的，因为这个指数受国际物价水平的影响很大，而世界其他地方自从1926年以后所发生的情形毋宁说是紧缩而不是别的。美国1928年的指数上升是对抗着一般潮流而出现的，因为那一年外面世界的物价正在轻微下跌。不仅如此，制成品的生产成本大概正在减少，这是生产效率比工资提高得更快的缘故。所以即使是一个稳定的物价水平，也可能代表着某种程度的商品膨胀。同时，银行统计也可能引起误解，因为金融

流通的需求空前地大，而活期存款则赶不上产品的价值。所以，要提出确证就必须详细考查有关净投资率的直接论据。为此，我在下表中列出了有关(一)国内固定资本，与(二)营运资本的净投资年率的若干指标。我略去了对外投资的数字，因为这一方面的变动比起上述两个项目的变动来肯定是很小的；同时我也略去了流动资本的投资数，一则因为这方面的统计至今还付阙如，二则因为这些变动相对说来大致上也是很小的。此外，我也没有根据物价变动作出校正，好在在有关时期内物价变动并不太大，不足以使我这样的粗率计算发生巨大的误差。我希望美国高明的统计学家能编出一个比下表更正确的净投资指数。

下面是道奇公司有关已审定的建筑合同的价值的统计数字(1928＝100)：

年份	指数	年份	指数
1919	44	1925	94
1920	47	1926	98
1921	43	1927	96
1922	61	1928	100
1923	67	1929	88
1924	74	1930①	74

这些数字不包括5,000美元以下的工程在内，据估计，包括在内的至少要占公私房屋、公用事业和其他建筑的固定资本投资总额的60%。道奇数字和可能编制出来的最好的总额数字间的关系有如下表所列②：

① 37个州在1930年头8个月的数字和1928年头8个月相应数字的比较。

② 国家经济研究局最近刊行了一本书，名为《公共工程的设计和管理》，其中最近搜集的材料对于评价道奇数字极为有用。上表所引用的比较全面的估计采自该书的第126页。

年 份	道奇数字	美国公私建筑工程估计总额	
	(单位: 百万美元)	(单位: 百万美元)	(1928=100)
1923	4,768	6,368	64
1924	5,237	7,305	74
1925	6,623	8,911	90
1926	6,901	9,350	94
1927	6,787	9,542	96
1928	7,065	9,936	100

根据本书的理论来说，我们从1925至1928[①]的特大建筑量中可以对美国在1928—29达到顶点的极大繁荣，找到一个充分的说明。虽然如此，1925—27高速度的资本构成在那些年中似乎并没有引起明显的利润膨胀。此中原因有一部分是储蓄率和以前的年份比起来很高，另一部分据我看是由于那些年份里营运资本的流转基金所需要的纯增加额为数甚小的缘故。假定我们的固定资本指数中的时滞是6个月，那末为了在全年时期(7月至6月)中可作比较起见，就需要知道营运资本在某一年的半年时期(1月至6月)中比前一年的半年时期(1月至6月)的营运资本增加了多少。各日历年上半年的标准统计工业生产指数有如下表所列:

年份	指数
1923	116
1924	107
1925	116
1926	120
1927	120
1928	118
1929	132
1930	113

由此可见，从1925到1928年年中营运资本需求的增加为数甚微，但从1928年年中到1929年年中则为数巨大，而从1929年年中到1930年年中的减少额却更为巨大。

① 以上的数字大概把实际的建筑日期全部提早了6个月光景。

现在我们不妨对固定资本投资和营运资本投资总合在一起之后所发生的变动的大概量值编出一个综合指数，只是这个指数必然会非常之粗略。前面的计算(第 88 页)说明：以上的生产指数中，每一点大约代表 1 亿美元的营运资本；而上面的资本构成指数中刚巧每一点也代表 1 亿美元之谱，所以我们可以把前者的增加额（这是该年所需营运资本的纯增加额）加到后者的绝对值上去(时滞 6 个月)：

年　　份	固定资本投资	营运资本的净投资	总　计
1923—24	64	－9	55
1924—25	74	＋9	83
1925—26	90	＋4	94
1926—27	94	0	94
1927—28	96	－2	94
1928—29	100	＋14	114
1929—30	88	－19	69

由此看来，上表提供了若干证据，使我们得出下面的结论：表中数字所说明的投资额在 1925—26 到 1927—28 连续三年间虽然极端稳定，但在 1928—29 年却上升了 20%（计值 20 亿美元)，在 1929—30 年下降了 45%[①]（计值 45 亿美元)。1930—31 年第一季度的初步数字显示出进一步地有所下降，固定投资指数大约是 75，工业生产指数再度下降了 13 点，更接近于 100。所以美国 1928—29 的繁荣与 1929—30 的萧条各各与投资过分及投资不足相适应，因而看起来便和根据本书的理论所作的预期相当吻合。

从 1925 到 1928 年，投资与储蓄达到平衡状态。其时投资的规

① 这一数字可能被流动资本投资的增加(即贮存品的增加)部分抵消了。

模相当大,而一般人都说群众的心理偏向于奢侈,而不倾向于积蓄。这平衡状态之所以能维持,有一部分原因是公司储蓄的大量扩充。这是股份企业采取一种办法使分配给股东的利润远低于其总额,因而得出的储蓄。据估计,在大不列颠和美国,总储蓄量中大约有$\frac{2}{5}$是来源于这个方法的。就美国来说,各股份公司的这些内部资源是在这样一个时期中累积起来的,其时由于业务经营方法的改变,所需要的营运资本量一直在减少而不是在增多,同时固定设备的扩充则一直是以中等的速度在进行。因此企业界就具有大批的流动准备金可供其他发展之用,例如直接或者通过银行体系兴办建筑工程和进行分期付款的购买等。另外,在这种形势里面,还有一个奇异的特点,人们也许会预计,联邦准备银行对于短期放款所收的利率既然非常高,就会更快地阻滞投资,从而促使企业繁荣提早结束。事实上并不如此,其理由有一部分是:短期放款的利率高对债券利率的作用不象平常那样强烈。但大部分的原因是:普通股股票的卖价,相对其股息而言极高,这就使股份企业能有一种非常便宜的办法自行筹集资金。所以当短期贷款利率非常高而债券利率也有几分偏高的时候,发行普通股票来提供新投资所需的资金却比以前任何时期都更低廉。在1929年春季的时候,这方法正开始成为风行一时的资金筹集法。由此可见,尽管短期贷款形式上代价极其昂贵,但某些形式的投资还是维持了宽松的条件。

1929年秋季发生华尔街经济崩溃后,证券交易所历史上一个最大的"多头"动态就此宣告结束了。但是我们要指出,在这一事件之前,"(看涨看跌)两种看法"曾经大规模地发展。当一部分人还

在如饥似渴地买进证券，借入资金囤购，甚至不惜付出极高的利率时，另一部分人在当时的局势中却成了“空头”(根据我对此词的用法)，他们宁愿保留货币而不愿保留证券。如果我们把纽约证券交易所中的经纪人借款量作为“多头—空头”形势的量度，以窥测“两种看法”发展到了什么程度的话，就会发见这种借款总数在1929年9月底的顶峰上上升为854,000万美元。三个月后证券价格崩溃，使“两种看法”在双方能够更接近于同意的价值水平上碰了头，其时经纪人借款的总数下降了一半以上，计399,000万美元。[①] 在过去的任何时候，我们从来不曾有过这样完善的一个统计测验来说明：“两种看法”的机制，当证券价格上涨超过某一点时，是以什么方式运行的。但是，纽约市场的办法使“空头”方面的大部分资金可以直接贷给“多头”而不必经由银行体系的居间介绍，兼以联邦储备银行的会员银行对于定期存款的法定准备金额很低，这两件事情使得“多头”资金的量值可以有极大的变动，而不致波及工业流通；而在大不列颠体系的典型情况下，这却几乎是无法避免的结果。然而联邦储备体系，为了控制投机之徒的狂热病，于崩溃之前曾在全国强制推行高市场利息率，而世界的其余地方由于交感性的自卫行动，也推行了这种利率，这样就对经济的迅速崩溃起了主导作用。原因是这种惩戒性的利息率无可避免地会对美国的和全世界的新投资的速度产生反响，从而在各地都成了物价下跌和企业亏损的时期的前奏。

---

① 通过经纪人和直接从银行取得的证券抵押放款，总计如下：1929年6月29日，1,555,500万美元；同年10月4日，1,666,000万美元；1930年6月30日，1,217,000万美元(见罗尔齐发表于《经济统计评论》的文章，1930年8月号)。

所以我认为1930年的经济萧条，主要原因在于证券市场崩溃以前长期的高利贷款对投资所发生的阻碍作用，至于崩溃本身还是次要的。但是这个崩溃一经发生之后，就引起了营运资本方面的负投资，因而扩大了事态的严重性，在美国尤其如此。此外，它也在其他两个方面促进了利润紧缩的发展，因为它一方面阻止了投资，再方面又鼓励了储蓄。证券市场的崩溃所产生的悲观情绪和失望气氛使得企业缩减，自然利息率下降；同时证券价值的崩溃所造成的“心理上的”空虚则很可能增加了储蓄。

这最后一点很重要，我们不妨再讨论一下，其中可能提出具有永久价值的结论。一个国家的公民互相交换预期利益的权利时，就整个国家来说，并不因其对未来收益按20年的收益估值而比按10年的收益估值时更富有，但公民本身却肯定感到更富有了。一个人当他的投资的货币价值在过去一年内涨了一倍时便会比这种价值减了一半时更有意于买一辆新汽车，这一点谁又会怀疑呢？他觉得远不象那样有必要从正常收入中省出钱来，于是乎他的整个的开支水平就提高了。因为他们的证券利润以及从当前收入中撙节出来的储蓄就大多数人来说并不是完全分别看待的（也许应当如此）。

在我们面前的实际例子中，纽约证券交易所里挂牌的证券的市场价格从1929年4月的700亿美元，涨到1929年9月的900亿美元，而在1929年12月①则回跌到640亿美元。当一般公众看到他们的名义财富在6个月之内增加了200亿美元，然后又在

① 挂牌的股票，12月多于9月，9月又多于4月；但是这对于我们的论点说来并没有多大关系。

3 个月之内损失了 260 亿美元时，我们不能期望他们在第二阶段中所维持的生活方式和第一阶段一模一样。我的结论是：当他们每周“赔”几亿美元的时候。比每周“赚”几亿元的时候更有意于“储蓄”(按照我所讲的意义)；同时也更有可能放弃新的奢华浪费，并偿付从前以分期付款购买所欠的帐款。

八、“吉布森的异说”

在过去几年内，吉布森先生发表了一系列的文章(大半发表在《银行家杂志》上)①，其中强调指出：在一百多年的时期内，利息率(按统一公债的收益计算)和物价水平(按批发物价指数计算)之间具有非常密切的相关联系。我早就对吉布森先生的数字感到兴趣，常想定出若干理论上的假说来解释它们。我的企图失败，有一个时期使我心里认为吉布森先生那些奇特的结果可以归之于一种公认确证而又容易解释的趋势，那便是在信用循环上升的阶段中，物价与利息趋于一同上升；而在向下降的阶段中，则趋于一同下降；此外，在很大程度内还要估计到偶然巧合的问题。但是这种看法不容易保持。特别的地方是：“吉布森的异说”(我们可以这样公允地称呼它）是整个计量经济学领域内最完整地确立了的经验事实之一，虽然理论经济学家大都置之不理。这的确决不象是什么偶然现象，所以是应当可以作出某种普遍性的解释的②。不过本书前面各章的分析却为我们提供了一个假说性的解释，值得提一提。

① 特别参看《银行家杂志》，1923 年 1 月号和 1926 年 11 月号。

② 吉布森先生自己的解释是这样：“显然这是由于生活费用愈少，则投资的可用边际就必然愈大的缘故”。我只怕这种解释必须毫无保留地予以抛弃。他忘记了，货币报酬加上利润的变动程度和物价是相同的。

年　度	批发指数①	基数经校正的批发指数	统一公债的收益②（3镑4先令6便士=100）
1791—94	108	119 }+10%	121
1795—99	137	151 }	159
1800—04	145	145	147
1805—09	158	158	148
1810—14	144	144	149
1815—19	128	128	133
1820—24	106	117 }	119
1825—29	101	111 }	110
1830—34	91	100 }	109
1835—39	98	108 }+10%	102
1840—44	92	101 }	100
1845—49	85	93 }	101
1850—54	85	93 }	96
1855—60	98	98	100
1860—64	101	101	101
1865—69	100	100	102
1870—74	103	103	100
1875—79	91	100 }+10%	98
1880—84	83	91 }	93
1885—89	70	84 }	92
1890—94	68	82 }	88
1895—99	63	76 }	82
1900—04	71	85 }+20%	88
1905—09	75	90 }	90
1910—14	82	98 }	101
1915—19	163	130 }−20%	135③
1920	251	201 }	165

① 从1820年起的指数是《统计学家》杂志续编的索尔贝克指数。1791—1819年的指数则是杰文斯的指数×$\frac{8}{7}$，这个乘数代表着1820—29年索尔贝克指数和杰文斯指数间的比率。

② 直至1839年为止，历年的数字是该年最大数和最小数的平均数；1840年以后则是全年的平均数。

③ 在1915年的大部分时间内，统一公债都维持着人为的价格。

续表

年　度	批发指数	基数经校正的批发指数	统一公债的收益(3镑4先令6便士=100)
1921	155	155	162
1922	131	131	137
1923	129	129	134
1924	139	139	136
1925	136	136	137
1926	126	139 } +10%	141
1927	122	134 } +10%	141
1928	120	132 } +10%	138

实际材料已详见于前一页的统计表中了。

这表的第一、三两栏都是朴素的实际材料，完全没有校正过。第二栏的某些批发指数曾经加以校正，表中已注明，其效果在于减缓它比较急剧的动态。如果说在130年的过程中，根本没有发生过任何货币方面的事件，要求改变指数的基数，以便清楚地说明这两栏的动态只是大致相同，而不是变动量刚好相等，那是完全不可能的。奇怪的是，校正的程度竟然会那样轻微，最后我们刚好跑到原先出发的地方来了。其内容只不过是基数上下10%—20%的长期变动，这情形和货币史中众所周知的事件绝大部分都符合。

经校正的一栏虽然使我们把事情看得更清楚些，可是就确定相关联系这一点来说，却完全不是必要的。科茨先生①用未校正数字为1825—1924这一百年和1908—1924的现代时期算出了皮尔逊相关系数，情形如下:

① 见《科尔温关于国债与赋税的报告》，附录XI，第101页。

相	对	数	相关系数	概 差
«统计学家»指数	1825—1924	同一年整理公债的毛收益	+0.893	0.014
«统计学家»指数	1824—1923	后一年整理公债的毛收益	+0.903	0.012
«统计学家»指数	1908—1920	同一年整理公债的毛收益	+0.90	0.03
«统计学家»指数	1907—1923	后一年整理公债的毛收益	+0.91	0.03

1820年以后的统计数字的大概性质可以总括如下：物价与利息从1820到1850年一块儿下跌，从1851到1856年一块儿上升，1857—58年同跌，1858—64年同升，1866—69年同跌，1873—96年同跌，1896—1900年同升，1901—03年同跌，1905—07年同升，1907—08年同跌，1908—1914年同升，1914—1920年同升，1920—23年同跌。除这些一般的长期趋势以外，这两者还有好多小的摆动都是同方向的。① 不仅如此，这些形式上的有关联系的实质已完全被科茨先生对相关联系的计算值所证实。

我在上面说过，让人想到的最浅显的解释是这一众所周知的事实：当贸易在信用循环上升阶段中扩展的时候，批发物价和利息率便都趋于上升。但是这样的解释是不够的。因为相关是一个长期或中期的现象而不是一个严格的短期现象，即使把批发指数中和信用循环相关联的那些急剧的摆动统统不计，它的显著性并不因此而减色。诚然，统一公债的收益并不永远和信用循环的各阶段相呼应。E.G.皮克先生在«银行家杂志»1928年5月号第720页上发表了一篇文章，所用的统计数字和吉布森先生的不同，但却强有力地证实了后者所得到的结果。这篇文章说明，长期利息率的相关程度比短期的高。皮克先生用伦敦与西北铁路公司的借款股

① 吉布森先生发表了每年个别的数字，见«银行家杂志»1923年1月号。

份的收益来代替统一公债的收益，借以避免因统一公债的转换而发生的种种复杂情形；他也对伦敦市场上流动资金的利息率和以三个月为期的银行承兑汇票的贴现率画了统计图。虽然后者的短期动态和批发指数的短期动态是同方向的，但他却发见相关程度就整个看来，并不怎么密切。情形见下表：

1882到1913年的相关系数

	前一年	同一年	后一年
《统计学家》指数和流动资金的平均常年利息率………	+.681	+.801	+.564
《统计学家》指数和三个月的银行承兑汇票的贴现率…	+.630	+.724	+.512
《统计学家》指数和伦敦与西北借款股份的收益率……	+.788	+.880	+.888

欧文·费雪教授有一个出名的定理，说明利息率跟货币的增值与减值间的关系。我们不能认为上述实际资料就是这个定理的一个例证，实际上适得其反。因为费雪教授所假定的那种补偿动态是关于应当一年以后归还的款额对今日所贷出的一笔款项的动态，后者包括利息加上(或减去)一年内货币价值变动的补贴。这样说来，假定真实年利率为5%，货币价值每年下跌2%，那末以一年之后的钱偿还今日贷出的100元时，贷者就会要求借者偿还107元。但是吉布森先生提供给我们看的那些动态对贷者与借者之间的关系并不会起补偿作用，反而会使之加重。因为他说明，如果物价正在上涨，例如每年涨2%，通常与此相关联的是长期证券的资本价值也有每年下跌2%的趋势；所以购买长期证券的人一年之后所具有的余额就减少了2%，而计算此数的期限，货币本身的价值又已经减少了2%，因此他一共吃亏4%；这两个变动的因素不是互相抵消而是互相加重的，——至于这一年内他所赚息金的利

率的变动则为量太小，不足以产生多大的影响。

对于这种现象，我的初步解释如下：

（一）我认为市场利息率以长期证券的收益来衡量时对于自然利息率的关系是“粘滞又难变”的。（自然利息率曾在第十一章中下定义，并在第十三章中进一步解释；它是储蓄量和投资量恰相平衡时的利率）。也就是说：当自然利息率下降（或上升）时，银行界不能迅速地察知或及时地采取相应行动，以致使市场利息率倾向于落后，其下降（或上升）总是小于其与自然利息率保持接触时所应有的程度。换句话说，在原有的利息率水平下，当储蓄量相对于投资的需求而言过剩或不足时，利息率本身不能迅速地适应新状况使储蓄量和投资量间的均衡状态得以维持于不变。十九世纪早期的高利贷法律在这方面可能曾经起过一定的作用。今日伦敦的银行贷放业务不完全按照自由市场原则进行，可能和这有关系。不仅如此，当新储蓄量必须在对外投资上找寻其主要出路时，一个因素对另一因素象这样反应不灵敏的情形就特别显著，其理由已在第二十一章中讲过了。

（二）由于资本总额在任何一年内的年增量，相对这个总额来说都为数不大，所以自然利息率的动态是长期动态，延伸达数十年之久——但战争等事可以使之中断。

（三）在自然利息率长期动态的进程中，当其下降时，投资就有长久赶不上储蓄的趋势，因为市场利息率不能同样快地下降；而当其上升时，则又有长久地超过储蓄的趋势，因为市场利息率不能同样快地上升。由于市场利息率落后于自然利息率，所以投资率就得不到适当程度的刺激或抑制。

（四）假定了这一切之后，就可以从我们的基本方程式中得出这样的推论：当自然利息率下降时，物价水平方面会出现一个长期的滞后现象，其方向相反。这种现象规模不象信用循环那样大，性质也不象那样显著。它是一种沿着某一方向发展的轻微而长时延续的滞后现象。每发生一次利润紧缩（或膨胀）都会渐渐地转变为一次收入紧缩（或膨胀），然后又接着发生一次新的利润紧缩（或膨胀）；因为当投资落后（或超越）于储蓄一定量时（两者间的差额不必是渐增的），物价就将继续无限制地下跌（或上涨）。（参看本书上卷，第十三章）。

（五）上述解释，显然会遭到下述见解的反对：在较长的时期内，物价水平是受货币供应量支配的（当然也会受到银行营业办法，流通速度等等的修正）而货币的供应量则是由一些与利息率完全无关的原因支配的。我对这一个反对意见的答复是：在过去一百年内，旨在使货币供应量适应于现状的“管理”程度通常被人们低估了；在基本方程式里另外还有一个“粘性”的因素，那就是，货币效能报酬率。各国中央银行的实际表现说明它们对黄金供求关系的一切变动的适应性，比一般设想的大得多。它们都是天生的黄金贮积者，只要能办到而又无碍于企业界时，便始终热衷于增加黄金贮存量。所以过剩的黄金供应量往往能被吸收，而对物价所产生的影响却不象预期的那样大。从另一方面来讲，当黄金的供应量短少的时候，各中央银行又不愿使用强大压力迫使企业界降低货币报酬率。小试此法情形就已经是非常不妙的了，所以各中央银行总是尽量设法避免大用此道，结果它们就会找到某些其他办法，诸如慢慢地改变准备办法或流通中所用的黄金量等，以便使较

少的黄金"做出"较多的黄金在老习惯、老办法之下所做的工作。不仅如此，原先非金本位的国家部分或全部采用金本位的速度从没有不顾及可供其需要的自由黄金是否充分。最后，东方国家关于黄金与白银的相对估价一向发生着抑制极端动态的调节作用，在长时期内尤其如此。

换言之，各中央银行在某种程度上已经根据黄金的相对余缺程度来调节它们对黄金的搜求，并且倾向于接受新黄金供应量加上上述影响物价水平的因素使它们得到的黄金准备水平。

（六）我的结论是：即使是物价水平的长期动态，其所受基本方程式第二项的影响，也一直比一般预期的大得多。这一点要是正确的话，那末吉布森的异说就得到解释了。如果市场利息率的动态和自然利息率的方向相同，不过老是落在后面，那末物价水平运动的方向，甚至在较长的时期内也会倾向于和利息率的动态相同。参照上面第 172 页的统计表来看，货币的影响（有别于利润膨胀和紧缩的影响）局限于基数增减 10% 或 20% 的上下变动上。这一情形在该表第二栏中有粗略的说明。

一般说来，我个人倾向于把众所周知的物价下跌与贸易不振间的相关联系归因于利润紧缩的影响，而不归因于严格的货币影响。我的意思是说，市场利息率的下跌，不能和自然利息率同样快，这一事实，一直比黄金供应量短少更为重要。我们的统计表指出，在拿破仑战争时期，在波尔战争，以及其后的对外投资大扩张时期（1901—1914），还有第一次大战时期，利息率的上升速度都不足以使储蓄量赶上投资量的水平。反之，在 1820 和 1900 年之间，利息率下跌的速度则不足以使投资量维持于储蓄量的水平，至于

十九世纪中叶的投资繁荣(1855—75年)则是例外。自从1920年以来,情形一直还是这样。

不仅如此,流弊还是累积性的。因为储蓄量超过投资量的逾额部分被浪费掉了,而不能实现为世界财富的任何净增加。因此,利润紧缩不仅使市场利息率保持于自然利息率之上,而且由于它阻碍了财富的增长,于是便使自然利息率本身也保持在高于没有阻碍时的水平上。

这几段话使我们要对当前局势再提出一个意见。我再一次地指出:全世界各中央银行都不愿意任令市场利息率尽快下跌,这对于目前说来是最大的流弊,对于经济在最近将来的发展说来也是最大的危险。战争结束已经10年了。储蓄量已经达到了史无前例的规模。但是其中有一部分却由于各国中央银行不肯让市场利息率降低到使储蓄量能被投资需求全部吸收的水平,因而被浪费掉了,被洒在地上了。欧洲各国恢复金本位的时候,同时采取了一种政策,使利息率保持于人为的高度水平上,目的是为了便利紧缩的产生。1929年联邦储备局和华尔街的斗争,一部分是前者搞错了方向,力图阻止利息率到达其自然形成的水平。

尤其是在大不列颠,一直有一个学派认为:使利息率为了战债转换的利益而长期降低的办法是:通过一个节约运动来促进储蓄,同时又通过一个"经济"运动来阻碍投资;——他们忘记了,不作投资之用的储蓄无异覆水于地,对国民财富不能有丝毫增补。唯有投资(也就是以资本品的形式增加物质财富的生产),才能增加国民财富,也唯有投资才能在长期中使自然利息率下降。

但瞻望前途时,就全世界而论,我认为未来二十年的前景将表

现为一个强大的趋势,其中自然利息率将下降。但有一种危险是:目前中央银行阻止市场利息率尽速下降的政策将使这种趋势的成熟被推延下去,并且不必要地造成许多浪费和萧条的状况。我在第三十七章第四节中将回头来讨论这一问题。

第七篇　货币的管理

第三十一章　货币管理问题

一、通过投资率控制物价

银行体系对于单种商品的价格或生产因素的货币报酬率无法直接控制。它对于货币量实际上也不能作任何直接的控制。因为近代银行制度有一种特征是：中央银行随时愿意按照规定的贴现率不论数量以货币购入某种被认可的有价证券。

因此，在下面的讨论中我们虽然还要对中央银行的所谓“公开市场”业务提出一些保留之点，但大致说来，控制整个银行体系的因素乃是银行贴现率。因为唯有这种因素才是直接受制于中央银行当局的意志和裁可的因素，引起的变动都必然是从这一因素中产生出来的。

实质上，这就意味着当前世界的物价控制是通过投资率的控制而实现的。中央银行当局不论是通过银行利率发生作用还是通过公开市场的交易发生作用，除了影响投资率之外便别无它法。可是我们的“基本方程式”曾指出，如果投资率可以任意加以影响，它便可以用来作为一种平衡因素，在任何必要的程度中，首先影响整个产量的物价水平，最终作为物价对利润的效应的反响而影响生产因素的货币报酬率。

因此，“货币管理”的艺术，一部分在于拟定专门的方法，使中

央当局能对投资率实行迅速有效的灵敏控制；另一部分则在于能掌握足够的知识和预测能力，以便将各种专门方法在适当的时机应用到适当的程度，因而在物价和报酬两方面都能对受管理的货币体系所厘订的任何终极目标产生有益的效果。

本编的内容主要是探讨有关专门性的控制方法。首先要谈的是中央银行与本身的会员银行之间的关系问题，以及对会员银行鼓励或阻抑本期投资率的全部行为问题，建立一种不得违抗的集中统制的问题，这是第三十二章所要讨论的主题。接着要讨论的问题，我们在本书前几部分已经事先谈过许多了，内容是：假定“中央机构”对于会员银行已经建立了有效的统制之后，它是否真正有力量把投资率控制得象我们所假定的那样完整，这是第三十七章所要讨论的主题。在以上两章之间，我们将在第三十三章中研究中央银行本身的自由裁决权所受或所应受的法律限制。在第三十五章中，我们将简短地叙述国际“金本位制”；在第三十四和三十六两章中，我们将研究中央银行与国外类似机构的关系中可能遭遇到的困难及其错综复杂的情形。最后，在第三十八章中，我们将进而探讨对于全世界的货币事宜是否有进行超国家管理的可能，并且在结论中提出几点回顾。

不过在没有谈到上述各种问题之前，先稍微谈谈货币管理问题的一类错误看法也许是适宜的；在我看来，这类错误看法几乎是所有异端学派货币改革者所共有的特征。他们都十分真切地认识到现行货币制度中的缺点，可是当他们提出补救方案的时候，却忽视了某些基本原则。我认为，这类错误主要是由于他们没有认识到货币制度与利率的深远关系以及其与资本投资率的深远关系而

产生的。

二、银行家的双重职能

银行家可资放贷或投资的资金相当于存户帐内贷方存款总额的绝大部分(接近90%)。假如所存入的是“储蓄存款”，那么他不过是一个移转借贷资本的居间人；假使所存入的是“活期存款”，那么他一方面是存款者的货币供给者，同时又是借款人的资金供给者。因此，一个现代银行家便负担了两套不容混淆的任务。由于他能发生票据交换作用，通过借方与贷方的帐面记录来回移转各不同客户间的本期支付，于是他便提供了国家货币的代替品。但当他吸收群众的存款，然后再用来购进证券时，或是用来向工商界放款、主要应付他们在营运资本方面的需要时，他又在某种特殊的投资贷付方面形成了居间人。

这种职能的双重性是研究现代“货币和信用学说”中许多难题的线索，而且也是某些严重的混乱思想的根源。

当商品货币通行的时候，货币单位的供给和某种特殊投资贷付之间并没有如上述的紧密关系。但是表征货币一旦出现以后问题就发生了，不管怎样迫使表征货币模仿商品货币的行为都是一样。由于制造表征货币并不消耗真实的资源，所以当公众持有较多的表征货币单位时，这种“货币”的发行者便有一笔货币可以贷放出去，其价值等于公众因为得到了较多的现金的便利而自愿作为代价放弃不用的真实资源的价值。

当表征货币(以银行货币形式出现)的发行者把它们作为借贷资本居间人所具有的职能和这种发行职能结合在一起，并且进一

步把他们以居间人身份所获得的资源和作为表征货币备办人所获得的资源合在一起，然后再进而把这两种不同业务所产生的总合收入作为一整笔资金贷放出去的时候，货币的发展便进入了下一阶段。

储蓄存款和活期存款在过去也许比目前更易区分。因为开初的银行存款绝大部分是储蓄存款，而银行钞票则大部分当作现在的活期存款用。在某些国家中，这种区别仍然有相当大的真实性。但是在大不列颠，1844 年的银行法窒息了“银行钞票”的发行，而且使这两种存款的区别不复能辨认了。到了近代，银行终于控制了雄厚的资源，而且建立了无远不逮的组织，以致远驾乎其他方面之上而成了最大的职业短期放款者。因此，它们当然会感到有责任来满足社会上对于这种借款的变化不定的需求，而这种责任的重要性并不亚于它的提供货币的那种责任。

近代银行事业所遇到的两难局面就是怎样才能把这两种职能满意地结合起来。作为表征货币的备办者，银行体系有责任维持这种货币事先厘订的客观标准。作为根据某类条件和情况而放款的资金备办者，银行体系又有责任按照平衡利息率(亦即按照自然利息率)尽力使这种贷款的供应符合其需求。此外，如上所述，客观标准的维持，在一种特殊方式(其严格性质一般被忽视)下，和银行体系以放款人的身份为便利新资本的投资而规定的利息率结合在一起。由于这一理由，当银行体系充分完成这两种任务中的一种时，既然有时不免与另一种任务的充分完成发生矛盾，于是握有银行体系控制权的人便不得不决定哪一种目的应该优先。要是认为两者不必有所先后的话，就必须在两者之间求得一种正确的折

衷办法。

有些人断章取义地在上述真相中挑出一部分，而对另一部分则盲目不加辨认，这样便使大量非经典学派货币文献的著文者之间产生了许多特别的、互相冲突的观点。一方面是银行家，他们由于遵循从实践中所学到的一些粗略的“经验”法则，所以在行动上尚能保持一定的稳健状态。另一方面，是世界上那一批完全摆脱利害关系的异端学派和怪异思想家，他们的人数和热忱都非同小可。本书作者由于写了一部《货币改革论》并且反对恢复金本位制，曾被他们过奖为同情者。我难得有一个星期不从世界各处收到各种不同文字所写的书籍、小册子、文章或信件。这些东西都属于同一性质，而且所用的论据也基本上相同。[①] 对任何一个研究货币理论的人来说，究竟应当怎样对待这个洪流，对它应当表示多少尊重和礼遇，应当在这上面花费若干时间，——尤其是当他感到异端学派的极端不满比银行家的怡然自得远为可取的时候，便成为一个难题了。不管怎样，完全置之不理总是不对的。因为象在目前所讨论的情形下，异端学派既然能够在两百年之内盛而不衰（实际上，自从有表征货币以来即已如此），我们就可以有把握地说，正统经济学派的论据不会是全部令人满意的。异端论者是老老实实的知识分子，敢于坚持自己的结论；即使是奇论惊人，也只要得出这些结论的思路不是自己所不能理解的，他们就坚持。当他们的惊世之论的性质象目前所讨论的情形这样，——只要是正确的，就能使受苦受难的人类解除了许多经济弊端，——他们那种顽

① 关于当代货币理论主要异端派著作家的叙述，在德文方面可参看哈伯：《对于近代货币改革者的错误的研究》1962 年版。

强精神就被一种道德的热情所鼓舞和加强了。他们象苏格拉底一样，决不低头跟着自己的论点跑到底。他们值得尊敬：在这个题目上做文章的任何人都有责任澄清这一问题使异端学派和银行家在共同的理解下调和起来。因此，让我们看看我们的分析是否可能得出一个使双方言归于好的论点。

差不多所有的异端货币论者学说都含有一个共同的要素。他们的货币和信用学说都同样假定：银行总有某种方法能让任何人都不费真正的成本，使工商业界在真实资金方面所能提出的一切合理要求都得到满足。而且，如果它们对自己的债权提出限制条件的话，那也是按照借款人用款目的的标准而提出的。

因为他们的说法是这样：货币(指贷款)是工业的元气。如果可按宽松的条件取得足够的货币(指贷款)，就不难充分运用生产因素的全部可用供应量。对于工商业者个人来说"银行信用"便意味着"营运资本"；从银行得到的贷款，为它提供了支付工资、购买原料的手段。因此，如果可以无限制地取得充分和储备贮存品的银行信用，那么失业的现象就决不会发生。于是他们就问道：银行如果可以"创造"信用，又为什么偏要拒绝人们的合理需求呢？所费很少或者全无所费的东西又为什么要取费呢？在它们看来，我们所有的麻烦似乎都是由于这样一个事实而产生的，即银行垄断了创造信用的权力，通过信用供应的人为限制以便收取代价从中取利。否则，它们既然掌握了这种魔术似的权力，又为什么竟会如此吝啬呢？为什么工业家所持有的营运资本不敷所求或者被迫为之付出五厘的利息呢？答案只有一个：垄断这种魔术的银行家不肯多用他们的权力，以便抬高代价，假使面包商是一个能够使石头

变成面包的闭关性公司，他们决不会因此而按照四磅石头的成本减低面包的价格。有魔术发生作用的地方，除非把它国有化，否则群众便得不到全部好处。我们的异端学派确实承认通货膨胀必须防止；可是这种现象只有当被“创造”的信用不能适应任何生产过程时才可能发生。提供信用以满足营运资本的真实需要是决不会造成膨胀的，因为这种信用是“自清自偿的”；而且当生产过程完成的时候，就会自动清偿。异端学派作出结论说，货币改革在于调节信用的“创造”以满足营运资本的一切真实需求。如果信用的“创造”被严格地限制在这种范围之内，通货膨胀现象便不可能发生。此外，这种信用除开为了应付坏帐和管理开支所需的费用以外，并没有理由收取任何其它费用。没有一个星期以至一天或一个钟头，没有热心于人类福利的人霍然贯通，发现进入乌托邦的锁钥原来就在这里。

银行家对于上述论据历来所作出的答复是异常不能令人信服的。的确，他并不否认在某种意义上他能够“创造”信用。可是他进行这种创造时所需的唯一的一块泥就是适当比例的黄金（或其它形式的准备）。假使一家银行在英格兰银行的余额超过了通常的需要，它便能够向工商界增加一笔额外的放款，而这笔放款在它或其它银行的资产负债表上的另一方便创造了一笔额外的存款（记在借款人的贷方或它所选定的移转帐户的贷方）。就银行整体来说，用这种信用方式“创造”信用，只有造成了黄金的流失，减少了银行的准备，因而说明信用量有“减缩”的必要时，才算是过多；然而，如果黄金的供应丰裕，那末“创造”信用的行为便必然没有阻碍。我们通常在金融报刊上看到：“联邦储备银行体系黄金存量充

足，说明银行为工商业界的一切合理需求提供资金将不会遇到困难。”因此，如果我们相信银行家的话，在工业方面的可用营运资本量似乎就在某种方式下取决于英格兰银行或联邦储备银行体系所储存的黄金量。

这类有关黄金的论调，异端学派当然加以反驳，其实这也的确是蒙骗性质的话。显然，使工业开动的决不可能是英格兰银行的黄金，因为大部黄金都年复一年地放在那里从未触动过。即使是这些黄金一旦化为灰烬，只要没有人泄漏出来，其它一切事物仍然可以照常进行。相信英国工业的可用营运资本量取决于英格兰银行金库中的黄金量，就无异于相信别人的鬼话。

虽然如此，银行家仍力图把话题拉回到他们的命根子——有关准备的问题上来。他们即使不把这些问题当作事情的原因的话，也把它们当作一种象征。“创造”信用的固然是他们，可是被“创造”的信用量却不是任意决定的，而且并不是没有限度的。这种量一方面固然定于交易的需求，但另一方面也要决定于他们自己的准备状况。如果他们不顾准备状况而“创造”信用，黄金便会流出国外，因而危及通货的可兑现性；或者，假使没有实行金本位制的话，外汇牌价便将低落，所有输入品的成本便将因而提高。对于凭常识观察的旁观者来说，这种论点似乎是正确而有说服力的。即使是异端论者也开始感到不安了。可是他却没有被说服。他的论点并没有受到辩驳。因为制造家所需要的信用怎么会可能以封存在“针线街”地下金库中的金属量为转移呢？他马上就回复原来的信念：银行家是别有用心地编出一套谎话在欺哄他。信用是生产营运的道路；银行家如果明白他们责任之所在，就会刚好按社会

充分运用其生产能力所需的程度，将运输工具提供给生产过程。

本书的一个主要目的就是要针对这些错综复杂的问题提出一个明确的答案。什么是非膨胀性(即不受利润膨胀的影响，至于收入膨胀则是另外一回事)信用“创造”的正确标准呢？我们已经看到答案在于维持储蓄率与新投资价值的平衡。换句话说，银行家唯有在“创造”的信用对新投资值的净效果不会使这种新投资价值提高到公众本期储蓄量之上时，才能“创造”信用而不致受到造成通货膨胀倾向的责难；同理，除非他们能创造足够的信用以防止新投资价值降落到本期储蓄量之下，否则他们就会招致紧缩通货的责难。至于必须“创造”多少信用才能保持这种平衡，则是一个极端复杂的问题。因为这要取决于信用的用法以及其它货币因素的状况。答案虽然不简单，可是却很明确：全部产品量的价格水平是否稳定始终是事实上是否维持了这种平衡状态的试金石。

因此异端学派所犯的错误在于他们没有考虑到利润膨胀的可能性。他们承认收入膨胀的性质和流弊；他们理解到为经理人员垫付的信用如果不是为了增加生产因素的报酬，而是为了使企业家增加雇用量，因而增加其产量时，就和“收入膨胀”不是一回事。因为象这样创造出来的新财富量，与新“信用”相适应，而收入膨胀则不是如此。可是他们却没有注意到基本方程式的最后一项，他们没有估计到投资含有超过储蓄的可能；也没有考虑到另一种可能，即当新支付能力交给生产因素作为报酬时，新创造的财富不一定具有消费的形式。他们没有认识到，纵然生产因素的单位产品报酬率没有发生变动，物价仍然可能上涨。

然而银行家的准备标准情形又怎样呢？我们可能已经向异端

学派提供了一个具有说服力的答案。可是在字面上看来，这似乎并不是他们的对手——银行家——曾经提供给他们的同一答案。答案本不是一样的。银行家的准备状况确实是一种**象征**。他们正确地把现金准备的丧失当作一种象征，表明购买能力供应已经超过了国内物质手段所能满足的程度。这是他们的准备所具有的唯一意义。然而这种标准有一个特点是：它不是利润膨胀存在的测验标准，而仅仅是膨胀或紧缩的程度是否和外界情况相适应的测验标准。一国的外汇和黄金准备在金本位制下可能处于平衡状态的时候，并不是当它没有受到利润膨胀或紧缩的影响的时候，而是当总的膨胀或紧缩程度象在第二十一章所说的那样，导致了国际收支平衡，因而在两抵之后不会产生黄金流入或流出的趋势的时候。正是因为这一理由，当金本位制正常运行时，通常便看到信用循环是一种国际现象；可是在金本位制停止使用时，情形就不如此了。因为国际金本位制往往成为在国际间传播利润膨胀或紧缩现象的一种手段。

因此，物价稳定的理想不能按照异端学派的原理达成，也不能按银行家所持的原理达成。实现前者就会产生"利润膨胀"，而实现后者则不但会产生利润膨胀，而且还会加上一个不利条件，也就是还可能在其他的时机上产生"利润紧缩"。两者都没有注意到物价稳定的真正标准是储蓄与投资之间的平衡。银行方面是按照准备额来决定放款的多少的（不过这种做法当然是现行通货制度迫使它们采用的）；异端学派则要求按照可雇用的生产因素的量来决定。可是双方都没有提出要按照储蓄和投资之间的平衡来决定，虽然这是唯一能够维持物价稳定的标准。不过，当异端学派抱怨

现行制度下的银行放款政策,基本上没有受到、而且也不可能受到维持最适就业水平这个目标的影响时，他们却是在提醒人们注意到现行银行制度中的一个真正的缺点。

因此,银行家甚至根本没有试图保持物价和就业的稳定性;所以,如果发生了不稳定现象的话,也不能责备他们失败了。在金本位之下，他们的目标只在于能够和全世界银行体系的一般行为取得一致步调。他们的观念不是要保持清醒，而是要遵循无可指责的行为标准,和所有的同伴刚好享受同一程度的昏醉或头痛欲吐。

从另一方面来说，异端学派则完全是为了经济整体的最高度活动和效率，而要求严格的清醒状态和正常体温。可是他们对于生理学的了解是不够的；他们没认识到使人身体合适的唯一方法只有让自己服用一帖刚好符合体温、血压以及其他附带条件的利息率。

请容许我继续用医学比喻来说明这一问题。当不稳定现象已经发展而且正在施救时，人们由于忽视了这一事实因而就产生了另一种误解,即:治疗方法的最后疗效,虽无可怀疑,但却非等待一段时期之后不能产生所需的反应。

举例来说，生产类型从投资品改换为消费品时（或反转来调换),由于生产程序需要,在没有经过一段相当时期之前,并不能在市场上发生效果。因此,如上所述,引起生产改换的物价刺激会持续一段时期，直到采取了必要的步骤之后为止。其结果往往是补救措施使用过分。正如一个家庭给儿童服蓖麻油，在第一剂没有发生疗效之前，就相继不断地每隔十分钟给他服一剂。打一个更切合的比喻来说——这好象是一个家庭中，各人在彼此不了解他

人所用剂量的情形下，分别相继地给这儿童服蓖麻油。结果，儿童的病状变得十分沉重了。然后他们又用同样的方法给他服止泻剂。科学家们宣称：儿童们都害着“腹泻-便秘”循环症。此外，还补充说道，这种循环的现象是由于气候所致，要不然就会说是由于那个家庭的成员时而乐观、时而悲观的情绪所致。假使第一剂药方发生疗效的时间不变的话，他们便会发现这种循环是一种时期恒常不变的真正循环。他们也许会建议，治疗之道在于当儿童便秘的时候给他服些止泻剂；而在另一极端的时候则给他服蓖麻油。但更可能的是儿童的父母分成用止泻剂和蓖麻油两派；一派由于见到腹泻的可怕便反对用蓖麻油，另一派由于感到便秘的苦楚而发誓决不用止泻剂。

这样一来，要保持一条使身体经常健康的中庸之道就不是一件容易的事了。

第三十二章　对会员银行的控制
——国家管理的方法之一

中央银行负有管理整个货币制度的责任，这第一个必不可缺的条件就是明确本身对于会员银行所创造的银行货币总额具有无可违抗的控制权。正如本书第二和第二十五两章中我们曾看到的那样，这一总额严格地取决于会员银行的准备金，或者是在某一确定的范围内取决于其准备金。因此，第一个问题就是中央银行怎样才能控制会员银行准备金的问题。

为了便于讨论起见，我们假定中央银行同时兼任钞票发行当局（凡情形不是如此的地方，为了进行以下讨论，必须假定中央银行和发行当局双方的资产负债表合并在一起）。在这个假定下，群众手中所持有的流通中的货币加上会员银行的准备金就相当于中央银行的总资产减去它本身的资本和储备，并减去政府的存款以及会员银行以外的其它任何存户的存款。因此，一般来说，如果中央银行能控制本身的资产总额的话，便也能控制流通中的现金量和银行的货币量。会员银行只有影响中央银行使之增加其资产总额后才能增加自己的准备资金（除非是流通中的现款量在减少），如果中央银行能控制本身的资产总额，它便也能间接地控制现金和银行货币的总额。因此，中央银行以符合于客观标准的方式管理表征货币的力量基本上取决于它通过特意拟定的政策决定其本身

的资产总额的能力。在这种情形下，我们就必须首先研究决定这些资产额的究竟是哪些因素。

这些资产究竟是一些什么东西呢？为方便计，我们不妨将中央银行各种可变资产(即将银行房产等除外)分为下列三类：(1)黄金，(2)投资，(3)垫款。我所说的“黄金”是指中央银行本身不能创造、但法律规定该行必须以之与其法偿货币互相兑换的任何东西。我所说的“投资”是指中央银行自动购进的任何资产(黄金除外)，因之便可能包括从公开市场上购进的票据。我所说的“垫款”是指按特定条件提供时，中央银行由于法律或惯例有义务收购的任何资产(黄金除外)。我所说的“银行利率”是指中央银行提供这种垫款时所必需或惯于采用的条件。①

中央银行的投资既然是由该行自己作主买卖的，因而数量便可以完全受它自己控制。变动这些投资量的做法，现在通称为“公开市场政策”。一般认为，中央银行的垫款总额通过银行利率的变化(即通过提高或降低垫款条件)至少可以部分地(程度大小，将在下面讨论)受它自己控制。至于黄金量在可兑换国际体系中就远离了中央银行的控制一步。黄金量直接决定于本国人对外国银行体系的债权是超过还是不及外国人在本国银行的债权。然而，一般也认为，间接地说来，同样通过银行利率的办法，至少可以部分地控制它的量；因为银行利率根据众所周知的理由，可以影响国际债权的平衡。

我们在下面将看到，从理论上说，中央银行还可以采用许多其他行动方法。但从实践上说，以英格兰银行或美国联邦银行为代

① 银行可能为各种不同的“合格”资产厘订各种相差极微的不同利率。

表的现代中央银行所采用的方法，除开心理压力的方法以外，却只限于“公开市场”政策和银行利率这两种办法。心理压力在英格兰银行是隐秘地实现的，在联邦储备银行则是公开通过劝说、告诫或威胁实现的。

一、不列颠体系

传统的英国体系和其他地方通行的体系，特别是和美国的联邦储备体系，有一个极其重要的区别。一般都没有认识到，在后一体系的创始人心目中，该体系和第一次世界大战前的英国体系的相似程度是夸大而不切实际的。产生区别的原因是，英国体系力图做到其他国家的体系都没有的事，也就是使英格兰银行的“垫款”(定义如上述)在正常状态下为零(保留情形见下)；这种垫款只能暂时存在，而且只能用于短期应付季节性的或每半年终了时的结帐日和金融市场的意外风险等其它紧急状况。此外就只能在应付极短暂的状况或银行利率预计即将提高时存在。以上情形主要应保留的例外有两种：第一，英格兰银行是政府的银行，并根据“岁入”对政府贷款；第二，除了股份银行以外，它还在提出申请时对一定数目的金融界和商业界雇客提供借款的业务经营者，情形正和其它银行一样，其规模相对说来较小。

这种局面是由于伦敦制度所特有，而其他地方不流行的两种特点造成的。英格兰银行的银行利率通常是根据公开市场上为期三月的票据贴现率规定的，这就使这种票据的持有者在英格兰银行再贴现时无利可图。其次，还有一种相当奇怪的习惯或惯例已经在默认下建立起来了，根据这种惯例，股份银行完全不能直接把

它们的票据卖给英格兰银行。假如一家英国股份银行有意补充它的准备资金的话，它只有三条路可走：(一)将资产卖给其他银行的顾客，因而掌握某家银行的一部分余额；这种作法显然不能解决整个银行的问题。(二)放出库券，迫使财政部根据"岁入"向英格兰银行借款。(三)收回原先贷给票据经纪人的通知贷款，或者停止买进票据，迫使他们通过贴现或其它方法向英格兰银行借款，以减少票据经纪人的资金。然而票据经纪人在英格兰银行的官定利率高于市场利率时，除开短期借用以渡过某种特殊比期或赢得时间以便重新作出安排外，不会向英格兰银行申请借款。可是在另一方面却会以减低票据收进价格的办法来补充资金。同样地，财政部对库券通常也愿意接受较低的标价以避免对英格兰银行担负短期债务以外的债务。因此，只要英格兰银行在市场利率有接近或超过银行利率的威胁时，就提高其银行利率，以便经常和市场情形贯连起来，那么股份银行增加它们在英格兰银行的总准备的能力实际上便等于零。任何一家银行如果企图这样做的话，到头来都是牺牲了其他银行；如果所有的银行都企图这样做的话，其中并没有一家银行能改善其原有处境。

但是在欧战之前，英国体系的运行还有一个简化的地方。不仅会员银行事实上不能采用向英格兰银行贴现的办法来增加其准备能力，而且现代意义下的"公开市场政策"，实际上也根本不存在。英格兰银行偶尔出售统一公债，取得"现金"；同时又以记帐的办法买回这种公债（在一月后的任何时期偿付），以便补充银行利率政策的不足，这就是一种间接办法，可以使金融市场减少一笔相当于证券交易所未到期帐款的资金。每当市场利率太落后于银行

利率以致可能对外汇发生不良影响并使黄金外流时，它便采用这种权宜措施。可是这种措施并不十分经常运用，而且也没有为英格兰银行控制市场的武器增添什么重要的东西。因此，除了人所熟知的季节变化，如每届半年终了时对金融市场作临时放款以及在财政年度中某些时期根据“岁入”对财政部垫款等事项外，英格兰银行的投资总额实际上是恒定的。在长久的时期内，这种投资额也随着银行业务的一般发展而慢慢地增加。举例来说，在波尔战争和第一次世界大战之间的大部分时期里，英格兰银行的投资额除开极短暂的变动外，都在40,000,000—45,000,000英镑之间。

垫款在正常状态下既然等于零而投资又实际上恒定不变，所以大不列颠各会员银行在准备资金方面的变动便主要取决于英格兰银行所保有的黄金量，并决定于流通过程的黄金的流进与流出，以至整个国家黄金的流进与流出。这就是旧“自动”体系令人喜爱的简便性。旧式人物不胜惋惜地追怀这种体系，而新式人物对它所具有的特性则几乎已经遗忘了。在欧战之前，关于“健全的”银行营业的问题从来就没有涉及怎样稳定物价水平，或者怎样避免“利润膨胀”和“利润紧缩”等方面，而只是一种十分明确的技术性问题；也就是在可能范围内预见一个近于机械性的制度的运行情形以及怎样适应季节性变化或其它类似变化的问题。

回顾起已往来可以看到一种非常突出的现象：过去从来没有采用过“公开市场政策”来缓和那种照例发生的和众所周知的季节性黄金流动。英格兰银行每年在春季都能增加10,000,000英镑左右的黄金，到秋季则须减少差不多相应数额的黄金，而且在没有公开市场政策的情况下，它的存款的增减百分比也是很可观的，有

时接近20%。每年秋季的漏卮往往减少英格兰银行的准备达25—30%之多而不致引起过任何人的严重关心。不过这些波动的影响有一部分被下列事实的后果抵消了，也就是说，财政部的短期债务由于所得税的收入通常都在春季达到最低点，各种暂时和混杂的影响可能在个别年度里轻微地打乱这些过程，可是一般说来，上述情况就是实际过程的特性。

因此，当时英国的信用“创造”率便是由一个真实地反映黄金流动情况的简单机制所形成的。此外，由于票据的面值对批发物价水平的变化是敏感的，所以批发物价的下降便有一种直接而立时见效的趋势使货币贬值，这情形反过来说也是正确的。由于伦敦在国际贸易和金融方面占有主导地位，所以这个体系便极适于用较少的黄金准备维持金镑和黄金的平价，而且在一定范围内也适于促进批发物价的稳定。

战后的新“管理”因素就在于英格兰银行经常运用“公开市场”政策买进和卖出投资，以便将其会员银行的准备资金维持在它所希望的水平上。这种方法作为方法而言，在我看来是理想的。它和英国体系的上述特点结合起来便能使英格兰银行对会员银行的信用创造维持绝对的控制，其程度是其它金融体系所不能达到的。英格兰银行已经发展了一种完整的方法，能将全国银行体系中会员的完整控制权交给中央当局。如果说个别的会员银行实际上没有影响银行货币总量的能力，这并非过甚其词，除非是它们背弃准备比的惯例；即使如此，如果英格兰银行抛售相应数量的投资的话，旧有状况仍将被恢复。这一体系唯有的一些弱点就是我们在上面(下卷，第68—77页)为之提供补救办法的问题；第一，会员银

行的准备比未经法律明文规定，难免不发生变动；其次，银行体系中处于清算银行范围以外的会员银行准备办法太含糊而不明确。

欧战前的银行体系对于物价的稳定以及世界信用循环中断的防止并未曾作出多少贡献。它认为这些上帝的行为和自己根本无关。可是它有一个大优点：人人都完全清楚英格兰银行各种行动究竟是受哪一些原则支配的，在某种情况下他们必须预计的是什么。战后的体系则采用了一种最有效的"管理"办法来代替旧式的"自动性"体系——这一切都是好的；可是目前并没有人确切地知道"管理"所要达到的目标究竟是什么，它在进行过程中所遵循的原则又是什么。迄今为止，还很难说它已经公开正式地在专家的讨论和批评的帮助下，运用科学原理求得最适经济状态。它只是采用伦敦商业中心区所谓的"神秘力量"的方法通往无人得知的归宿。英格兰银行的方法和美国联邦储备银行体系那种全面公开光明正大的方法恰恰成了鲜明的对比。我们大略知道英格兰银行原来和其它股份银行一样也不过是一家股份银行，现在它并不止是和会员银行有营业往来，而且象其它任何银行一样和个人顾客有营业往来；它同外国银行有重要的交往，而且不时和外国政府打交道（一般是秘密进行的）；此外，一方面是大战以后的纯粹私人营业可能已经衰退，而另一方面它和外国银行的业务往来则更加巩固和扩展了。不过我们对于这些事实并没有获得数字资料。在1928年以前，我们甚至不知道英格兰银行公布的存款总额中究竟有多少代表会员银行的余额，有多少是属于其它各类顾客的。

不过，有一点却始终是事实：英格兰银行对于会员银行发行银行货币的控制确已掌握了迄今已发展出的方法中最好的一种；而

且我们也有相当的理由可以希望,随着知识的进步,有一天这些方法会作有利的运用。

二、欧洲大陆体系

第一次世界大战以前,在大多数的欧洲货币体系中,例如在法国或德国的体系中,中央银行所起的作用和英格兰银行大不相同。在那里,银行钞票的重要性相对于支票而言要大得多:中央银行的资金相对于会员银行而言也要大得多(如果我们不忘记可以用来应付营运资本需求的变动的资金情形就尤其是这样);那里的中央银行要增加"垫款"并没有什么障碍;而且会员银行也不受法律或习惯的约束,要保持严格的准备比。

会员银行既然不受准备比的约束,而且当它们想扩充资金时,也可以自由地向中央银行再贴现,所以中央银行对它们的控制便是极不完全的了。它们在扩充信用额方面所受的主要限制是它们所提供的再贴现合格票据供应量。可是这一缺陷可以为下列事实所抵消,如果全体会员银行都趋向于增加它们的投资贷付额,它们以存款方式所能收回的贷款比例就会小得多,因为新贷款中将有大得多的一部分以银行钞票的形式被取走。这样一来,这些会员银行创造信用的权力既然比大不列颠小得多,它们所需要的控制也就要小得多。其结果是,企业界扩充借款很快地就会表现为中央银行有价证券保存额的扩张,而其钞票发行额也几乎会有相应的扩张。因此,管理当局便主要是注意这些征象。

我们显然要用一种与上述内容有所不同的分析来说明这类制度的行为。这样做并不困难,可是我们对于具体事实了解不够,而

且又考虑到篇幅问题，所以就不敢冒昧从事了。不过我能够预见到，随着“支票存款”制度的发展以及欧洲银行体系增加英美体系特点的趋势，为了充分加强中央银行的地位，就会要进行重大的改革。特别是德国国家银行——据我所知，这是一种迅速而又非正式地发展的制度——对会员银行的控制完全不够，而且整个企业界有任何通货膨胀的强大压力时它都容易受影响。它必须依靠银行利率的地方不仅是在吸引国外资金方面，而且是在限制国内借款方面都未免过多；其结果是，利息率高到足以限制国内借款时，对于国外可贷出的资金又会产生过大的吸引力。

三、美国联邦储备体系

当美国在第一次世界大战爆发的前夕开始计划联邦储备体系的时候，并没有理解到保证中央银行对于会员银行“垫款”在正常状态下等于零的“伦敦方法”对于中央银行的控制具有何等关键性的重要意义。正因为如此，美国的联邦储备体系就变成了一种英国办法和欧洲大陆办法的混合物。就银行货币具有基本重要性以及会员银行必须维持一种严格的准备比这两点来说，它和不列颠体系中的相应特点是相似的。可是它又准许会员银行可以充分进行再贴现，在许多条例中也包含着会员银行在正常情形下可以利用这种便利条件的假定，同时还把三月为期的银行承兑票据的收进利率维持得等于或低于市场利率，这些特点都是依照大陆模式形成的，和大不列颠的情形根本不同。美国联邦储备银行承办会员银行票据贴现或买进银行承兑票据的官定利率一般都和市场利率有关系，这就使卖给联邦储备银行的某些票据不论利率如何都

照例有利可图。问题只在于这种情形在任一时期规模竟有多大。用伦敦行话来说，在美国那种体系下，市场通常总是或多或少地存在于银行“之内”的；而在伦敦的体系下，却只是临时存在于银行“之内”，或是在遇到意外风险时作为最后的补救手段，才会存在于银行“之内”。这两种体系之间相去不啻霄壤。

在联邦储备体系初创时，这一点当然讨论到了，但却没有充分认识到它的基本重要性。问题是这样提出来的：“各联邦储备银行究竟应当通过承办会员银行票据贴现或通过公开市场活动而经常营业呢，还是活动仅应限于应付紧急局面呢？……当时的结论是：联邦储备银行的宗旨并不只是在紧急时期执行业务。联邦储备银行法案设立了一个耗资巨万的常设机构，应经常不断地为公共福利服务，使本身适应于工业、商业和农业各方面的需要——这些方面的一切季节变动和其它偶然变化全都包括在内。[①] 单就公开市场的业务活动而言，这是没有问题的。然而我认为实际问题的意义却没有被联邦储备体系的创始人所明确理解，即就会员银行主动进行再贴现的便利条件来说，联邦储备银行究竟应当像英格兰银行那样成为一种应付紧急状况的机构，还是应当成为一种正常和经常资金的供给源泉。结果联邦储备体系在实际发展过程中，最后便不得不沿着伦敦体系迥然不同的道路演进了。

无论怎样，当时所作出的决定赞成把再贴现作为可以由会员银行经常利用的一种便利条件。的确，其情形曾使法律明文规定，联邦储备银行体系钞票发行的信用发行部门（即非黄金准备部分）

① 见《联邦储备局第一次年度报告书》第17页。参阅比克哈特：《联邦储备银行的贴现政策》第199页。

的准备，除票据外不应有其它东西。因此，假使联邦储备银行有意遵循英格兰银行的办法就将发现本身并不经常保有恰当的资产作为合法的钞票发行保证。此外，发展纽约的票据市场和鼓励票据经纪业的开展——两者被认为是纽约体系以伦敦方式营业的必要先决条件；为了达到这两种目的，当初曾使银行兑换票据经纪人将他们的票据送到联邦储备银行来贴现的条件特别宽松，而且有利可图。在开始时尤其如此。[①]

迟至1924年，联邦准备局本身在讨论"联邦储备银行的贴现利率应当比本期商业贷款的通行利率高，以便使它成为'有效'利率"这个论点的时候（原载该局于1923年发表的内容极其精萃的《第十次年度报告》）还显示出它仍然没有体会到真正的问题是什么。伦敦银行对客户的放款利率高于银行利率，而且"采用透支和垫款的方式，这并不能成为可移转票据，因而不能在英格兰银行转为余额"。但是这并非要点之所在。能够在英格兰银行转为余额的流动票据、库券就更不用提了。而且假定在正常状态下，这些票据在市场上贴现的利率不能低于银行利率的话，就无疑会转为余额。

① 在联邦储备银行的调查报告资料中，这类票据被列为"买自公开市场的票据"。这就使这种票据的买进和投资的买进混淆不清；前者正象联邦储备银行的再贴现一样，不是由联邦储备银行指示收买的；后者却构成了正式的"公开市场"业务。斯特朗总裁在物价稳定委员会（美国国会，1927年）所提出的证词澄清了这方面的情况，兹摘录如下："公开市场收买票据的利率的变动比再贴现率的变动更频繁。可是我们对于交售的票据却规定了一种和贴现率几乎完全相同的利率。我们并不主动地到市场上去收买票据。事实上，这种购买并不是联邦储备银行自动买进政府债券的那种自动购买。那种'公开市场进票'正象商业票据一样，都是由会员银行提出向我们贴现的；不过我们对这类票据的贴现率比商业票据低。我想目前如果把那些为外国银行收买的票据除去的话，我们所持有的全部银行承兑票据可能有85%到90%是来自会员银行的。"（以上是我把原报告书第315、317、328、457、458等页上各不相连的话摘编而成的）

该报告也指出，1923年联邦储备银行的贴现利率也象伦敦那样，高于第一流银行承兑票据和财政部的短期债券的市场利率。可是它没有指出联邦储备银行买进承兑票据的利率通常低于它们的贴现率，而且也没有指出1923年的市场事实上曾卖给联邦储备银行一大批承兑票据。联邦储备银行往往保有大量银行承兑票据这一事实本身就足以证明它们收买这种票据的利率一定往往比市场利率高。此外，会员银行合格票据进行再贴现时所能得到的利率总是比他们为客户对这种票据贴现的利率低。引证戈登威泽的话说(见《联邦储备制度的实施》第46页):“事实是这样，‘银行贴现率应高于市场利率’这句英国格言在美国有关银行业的讨论中引用时一般虽然都表赞同，但实际上联邦储备银行的贴现政策却是与美国的具体情况相适应的，而英国的格言则不适用于这种具体情况”。

因此，联邦储备体系和伦敦体系的行为不同，其基本解释在于以下两点:第一，会员银行可以直接向联邦储备银行再贴现;第二，惯例通行于短期贷款、第一流票据和银行利率之间的相对水准不同。在伦敦，这种水准是递升式的，所以往往值得用短期放款来买第一流银行票据，而从来不值得将这种票据送到英格兰银行去。从另一方面说来，在纽约，这种水准却可能是递降式的。当我在写这些话的时候(1926年7月底)，伦敦和纽约双方的利率是这样的:

	伦敦	纽约
短期放款	$3\frac{3}{4}$	4
银行票据	$4\frac{1}{4}$	$3\frac{3}{8}$

中央银行收买90日期票据的利率	5	$3\frac{1}{4}$
中央银行再贴现利率	5	$3\frac{1}{2}$

无疑，纽约证券交易所竞求短期放款一事可以部分地说明这种情况；这一事实意味着除非联邦储备银行放宽对票据经纪人所提供的条件，否则票据经纪业即无利可图。可是不管是什么原因，结果却很明显，联邦储备银行对于会员银行的准备资金总额并不具有英格兰银行那种控制力。自从第一次大战结束以后，联邦储备银行体系的经历首先是会员银行极端滥用如此得来的增加联邦储备银行"垫款"的自由。接着联邦储备体系管理当局就作出一系列的努力，企图创造一些小办法和惯例使自己能具有更接近于英格兰银行的权力，而不必公开地修改法律。

当联邦储备体系中上述漏卮尚未被发觉之前，上述经历的第一阶段已经在1920年的大通货膨胀中被清楚地看出来了，负责管理联邦储备体系的人直到1920年还没有认识到，由于它没有模仿英格兰银行制度中一点极关重要的具体办法而产生的巨大通货膨胀潜势，而且似乎也没有一个人曾注意到英格兰银行所赖以防止通货膨胀的主要工具在联邦储备体系中不存在。联邦准备体系所持有的贴现票据在1920年1月底时已达到2,174,357,000美元的惊人数字，而到10月底时竟又增加30%，达到2,801,297,000美元(合569,000,000英镑)。试设想英国金融市场只要从英格兰银行借到这笔款子的1/10，又会成为什么情况！后来随着大通货紧缩，到1922年8月时，上述数字才减低了85%，降到397,448,000美元。

当时有不少评论家把这种结果归因于联邦储备银行没有能够仿效人人称善的伦敦模式提高贴现率。肯定地说，这一点没有做到曾使当时的情势更加恶化。但是我怀疑在美国制度下任何合理的或可以见诸实行的贴现率变动能否真正遏制那次的崩溃——因为市场利率会恰好超前那么一段距离，只要物价在上涨，便没有人会想到付还问题。我看不出人们怎样能希望贴现率单枪匹马地在美国体系下产生不列颠体系下的同一效果。

自从1920年以来，联邦储备局一直在发展一些控制方法，这些大都是本身的经验方法而不是借镜于伦敦的控制方法。第一，它对会员银行提出批评，追问一些麻烦的问题，并制造舆论使会员银行感到运用联邦储备银行的资金多于邻行并不光荣，而且对它本身的信用也没有好处；它通过这些方法来约束会员银行利用联邦储备银行再贴现的便利条件。同时银行承兑票据的供应量也使这种票据售给联邦储备银行所能造成的信用膨胀受到一个最高限度的限制。①

下面这段引文摘自《联邦储备局1925年度报告书》(第15页)，很好地说明了联邦储备体系目前的办法，而且也说明了该局当时对其体系的作用方式一知半解的状态。

> "在1925年整个下半年中，短期放款的利率远比纽约联邦准备银行的贴现率为高。晚近的经验告诉我们，在一般情况下，为了防止会员银行向联邦准备银行借款以增加其抵押借款，并无需使贴现率高于本期通知放款利率水准。会员银行大都认识到，只有为了应付客户超过本行可用资金的短期和季节性需求才是向联邦储备银行申请借款的正当理由；

① 1929年有一段时期，当联邦储备银行企图紧缩信用状况的时候，收买银行承兑票据的利率低于官定再贴现利率的办法曾暂时被停止执行。

从联邦储备银行取得借款以扩张本行业务的做法，无论是会员银行还是联邦储备银行的工作人员，都会认为不是联邦储备银行信用的正当用法。一般说来，我们不可能决定会员银行究竟将把它从联邦储备银行所获得的信用作何种用途。会员银行大都借款以弥补全部营业净结果所造成的准备余额的亏空，我们很难追溯出会员银行借款以及使这种借款成为必要的具体交易之间的关系。在不大常见的情形下，也曾有证据说明会员银行在向联邦储备银行借款的同时，增加了抵押放款，联邦储备银行人员向它们指出，它们可以通过短期放款帐的变动调节准备状况，而无需求助于联邦储备银行。”

报告书接着承认，银行贴现率在影响借款量方面并未十分见效，在乡村中尤其如此。“在那里，会员银行的大部分资金是用于贷给经常往来的客户的，其利率比对一般信用状况的利率变动慢”。同时也承认：“关于票据是否合格的种种规定，”因为始终有大量这种票据存在，所以“在某些情形下虽然可能对于个别会员银行的借款量发生影响，但这些规定却不是限制全体会员银行借款容量的重要因素。”因此，报告书又重复提到有必要采取对个人施加压力以及和平说服的方法。“因此，设立在金融中心以外地区的联邦储备银行在通过会员银行借款申请书时，便不但从信用的角度来考虑它们提交再贴现或者作为垫款附属担保品之用的商业票据的法定合格性和可靠性，并且还考虑申请借款的银行的一般状况、其未清偿的贷款与投资的数量和性质、在某种程度内还考虑它的经营方式的性质”。

总而言之，联邦储备银行利用了会员银行没有绝对借款权利这一事实（关于联邦储备银行对会员银行办理贴现和放款的一切规定，就前者来说都是“可行规章”而不是“强制性规章”），尽量防止任何个别银行滥用联邦储备制度的事情。

戈登威泽对于这一点有一个很好的说明(见《联邦储备制度的实现》第8—9页)。在该书中,他把提交联邦储备银行请求贴现的票据的"合格性"和它的"可接受性"区别开来。他说:"合格性是法律和规章方面的事。票据要做到合格,就必须符合于有关出票人和到期日的种种明确标准。它的'可接受性'则完全与这些标准无关,而只决定于下列各种条件:签署人的信誉现况、可动用的资金、当事会员银行是否已经用尽其法定信用额、以往的经历是否说明该行在利用联邦储备银行的借款从事不正当或不相宜的事情。此外,还有一些其他考虑条件,虽然没有明确的规定,但却完全属于各放款委员会和董事会在下列法定限度内权宜决定的范围:联邦储备银行应在'适当顾及其他会员银行的权利后'并在'供应商业与实业贷款的观点下,向每家会员银行放款。'"正象戈登威泽在同书后面的一页上(第163页)所说明的,联邦储备银行保存了一份记录,其中记载它们认为各会员银行有权要求的信用总额。这个理论的数额经常被突破,所以当会员银行想要越出这个限度提出要求时,就难免不受到严厉的批评。①

自从1925年以来,会员银行除了极短的时期② 以外不应当申

① 这种手法近来(1929年)由于出现了另一种办法而没有那么大的作用。新的办法,凡借款未达限额的会员银行都可以单纯为着以下目的而增加它的贴现:——把贴现得来的准备资金转借给那些已经尽自己的胆量向联邦储备银行借足了款项的其它会员银行,其利率高于它原先向联邦储备银行贴现的利率,因而获得一笔利润。采用这种方式从一家会员银行拨归另一家会员银行的资金通常称为"联邦资金"。

② 再贴现的票据为期平均大概不到8天这一事实并不说明任何问题。关于这方面的情形,在里夫勒所著的《美国的利率》一书第30—32页上可以找到一个良好的新解释。

请再贴现的惯例日渐地占了优势，纽约的各大银行尤其是这样。[1]但联邦储备银行正在企图强行执行一种政策，而会员银行则感到不满，上述惯例是否能经得起其间明争暗斗的压力，则有待事实证明了。事实很清楚，会员银行申请再贴现不会是为了收买投资、在短期放款市场放款、或放款给客户作证券交易所的投机买卖。可是好言抚慰和管理从宽的办法可能不足以对付一种归因于所谓“合法”的商业需求的广泛扩张运动——其造成膨胀的性质并不亚于所谓“非法”的金融需求，而且可能更厉害。

总的结果是：联邦储备制度的实施和开创时期相比，已经和英格兰银行的制度更接近了，而且“公开市场政策”也在决定银行货币数量方面具有基本的重要性。

四、会员银行会不会以高于市场行市的利率向中央银行借款？

我们在前面曾假定，如果中央银行能够使其官定银行利率就其对市场利率具有适当关系这一方面的意义来说发生效力，那么会员银行便不致于在或多或少的程度上不顾及它们在借款时非付不可的利率跟它们在放款给客户时所能索取的利率之间的关系，而继续不断地以贴现或其他方式向中央银行借款。然而有些怀疑银行利率可以用来作为控制会员银行“创造”银行货币的手段的人却倾向于否定这种提法。劳伦斯教授在《物价的稳定》一书中[2]曾

---

① 地方银行对于利用再贴现来供应季节需要的做法并不感到有什么不应当的地方。

② 特别请参看该书第二十三章。

把这批人的看法极其精辟地表达出来。他所持的理由是，由于会员银行能够把它从中央银行借到的资金加几倍贷放出去，中央银行就必须把它的利息提高到难以想象的数字才能赛过会员银行可能赚得的利润。这个论点的实质，如果从我自己所假设的例证着手[1]而不从劳伦斯教授所举出的一些美国例证着手，就能说明得很清楚。

让我们假设有这么一家中央银行，它不直接公开营业，而仅和会员银行有业务往来。再假设所有的会员银行由于经过合并的过程而只剩下了一家。让我们更进一步假设这家会员银行始终可以不受限制地按照中央银行随时订出的官价利率申请贴现，不过它必须在中央银行的帐上经常保持一笔余额，其数量应达到(假定)它所收存款的10%。最后让我们假设，它的唯一目的就是要在服从上述规定并且不致让人说它向客户索费过高的条件下，尽可能地多赚得利润。在这个例证中，假定中央银行并没有实行“公开市场政策”而只单纯依靠银行利率的变动，试问它究竟应当怎样决定会员银行所申请的贴现总额，从而同时决定本行的“垫款”总额呢？

我们可以假定这一家银行会象其他银行一样，把它的资产在适当的不同利率之下应用于各种不同的典型用途，情况大概如下(假定银行利率为5%)：

资产总额的50%用于垫款，利率6%；
资产总额的35%用于投资和票据，利率$4\frac{1}{2}$%；
资产总额的5%用于短期放款，利率4%；
资产总额的10%用于现金和存在中央银行的金额，利率无；
平均收益率为4.775%。

[1] 我们这个例证在劳伦斯教授的著作出版之前就已提出，但仍然可以用来说明他的论点的大概情况。

相对于这种收益来说，银行的边际行政开支(利息以外的客户收入已减去)可以假定为全部资产增益的 3/4%，[①] 我们还假定银行所收的存款有 50% 平均付与的利率为 $3^1/_2$%；这就是说，银行的支出占它资产总额的 $2^1/_2$%。结果，它的边际净利润占资产总额的 2.275%。[②]

我们现在所要讨论的问题是：究竟要到哪一点才不值得这家银行前往中央银行申请增加贴现，并根据这样"创造"出来的储备额增放贷款，以扩大它的营业范围？假定它的放款能够作为存款扫数收回，该行的放款总额也只能达到新增储备金的整九倍。这种假定意味着没有其它会员银行分享整个银行体系另加的放款所造成的存款增额，而且存款人也不将任何一部分的新放款用现金提出。目前我们假定没有其它会员银行同时存在。但是，既然我们没有必要假定所有的交易都是用支票支付的，那末就让我们假定其中有 10% 是用现金支付的；因此，新垫款中便有 10% 要付现，而没有作为存款回笼。这就意味着这一家银行能够安全地贷

① 根据公布的数字，银行的固定开支远比这个数字为高，例如巴克莱银行在1925年的情形，这项开支曾占 1.6%。不过这是平均支出数字。银行的大部分开支既然都是固定的，不会因短期周转而发生变动，所以，额外营业支出方面打上 0.75% 也许就足够了。

② 银行一般地说并不能从它们整个营业的平均情况中赚得这样的利润，一部分原因是它们的平均固定开支可能比上面所假定的"边际"开支高出 1%，另一部分则因为上列数字并没有将许多可能耗用金钱的项目估计在内，例如在过多的房产上花费过量、做了坏帐的生意、以及买进的投资贬值等。五大银行 1928 年公布的存款利润数字，除去缴纳所得税、为坏帐和可疑债权所准备的款项以及其它未公开的公积金以后，余数为 .75%。这和上面所说的相当符合——博蒙特·皮斯曾估计劳埃德银行从 1926 年到 1928 年三年间的平均数字为：1/3 的毛收益支付存款人的利息，1/3 的毛收益支付工作人员的薪金、养老金等，剩下的 1/3 则应付其它开支，包括租金、捐税、特别摊款、坏帐和纯利等。这些数字和上面的数字大体相符。

出的款项约等于它在中央银行所增贴现的 $5^1/_4$ 倍，而终于获得相当于这种贴现的 $4^3/_4$ 倍的额外存款。很明显，只要它能够按照上面所假定的利率继续经营放款和投资，它是马上可以获利的。而且越多越妙。

让我们把这种情况写成更普遍的方式，以便能更明确地说明利润在什么方式下成为银行利率的一个函数。银行贴现率为x；放款利率为1.2x；投资和票据利率为0.9x；短期放款利率为0.8x；存款利率为0.7x；于是新增营业的利润在没有扣除开支前为0.6x，在付出开支后(比如)为0.6x－0.75%。

现在很清楚，这家银行不但贴现越多越有利，而且当该行资产的收益对银行利率的比率保持不变时，银行利率提得越高，则向中央银行增加贴现并根据这样增加的储备增做放款等事对会员银行的引诱力也越大。换句话说，只要银行贴现率"有效"的意义是银行据以投资和贷出资产的利率能够随着银行贴现率的提高而提高，并且能够保持它们之间的经常关系，则银行贴现率的提高不但不能阻止会员银行向中央银行申请贴现，而且反能成为一种额外的诱力促使它如此做。

会员银行无法按照与银行贴现率相配合的利率找到垫款出路的情况，能不能使会员银行为本身利益着想而不那么无限度地扩张营业规模呢？答案是不能。市场利率的一点增加纵然和官定利率的增加远不成比例，但就能补偿会员银行按照远高于其在市场上收买票据的利率的贴现率在中央银行贴现时所遭受的损失。①

① 劳伦斯教授根据他的数字假定曾推算出联邦准备银行的贴现率从$4\frac{1}{2}\%$增加到9%时，会员银行的利率从5.66%增加到5.9%即可抵消；如果前者提高到90%的话，后者只须提高到10%多一点就够了。(见前书第312页)

即使市场利率在下降，会员银行仍然值得把它的资产额继续增加到预定的一点。

总之，按照这个论点说来，会员银行10%的现金储备的获利能力是如此之大，以致使它天然有一种动向，要把它的营业规模在不遭受遏制的情形下扩张到造成通货膨胀的程度。而银行利率本身，对于这种趋势通常不是一种足够有力的遏制工具，除非通货膨胀已达过晚的阶段以外，在其他时候都不足以遏制这种趋势。当这种趋势始终保持在足够和缓的范围内而不妨碍银行利率的效力时，则尤其如此。

我们在上面所描绘的情况当然是纯属想象的——有意把它写得和现实相差很远。可是它却足够把我们的思路引到这么一个重要问题上来：——能够遏制这种天然动向的究竟是什么?

我们可以从会员银行为数众多这一事实上找到答案。在上面所举的假设例证中，我们假定中央银行只有一家会员银行；正因为如此，这一家银行新增的放款的收益，除了增加钞票流动量票据那一部分以外，都可以在新增存款的方式下扫数收回。假定会员银行为数众多的话，这种论点便大大改观了。在会员银行数以千计的美国，情形尤其如此。

一家银行——根据其相对于总准备额的一定增加额计算的扩张系数，可以用它在整个银行体系存款业务中所占的分额测算出来。但一个地方的储备金增额如果首先落入该行手中，而那些和该行客户有往来的人又比一般人更有机会同样成为该行的客户的话，扩张系数就可以用稍大的数额来测定，至少在短期内是这样。因为，任何一家银行的营业并不是在全国范围内平均分布的。因

此,如果有许多银行同时存在的话,银行的系数就小,虽然不象银行为数少的时候那样小。结果,按超过市场利率的费用从中央银行借款的那家银行,便负担了信用扩张的全部支出,可是它所收获的只不过是利润中的一部分,而且可能只是其中的一小部分。这种情形的效果是使那种促使个别银行向中央银行借款以扩张其业务规模的刺激减少,而且往往只不过是没有达到一定能消灭这种刺激的程度而已。虽然如此,在那些主要银行的数目已削减到五家的地方(例如目前的大不列颠),个别银行付出超过市场利率的费用采取单独的扩张行为仍可获得少许好处。即使在美国也有这么一种可能:——会员银行本身的放款所造成的本行存款能增加到一个程度,使它以略高于市场行市的利息率向它的联邦储备银行借款也合算。J. S. 劳伦斯教授在批判 S. A. 菲利普斯教授所持的反对意见时,就讲过这样的话;至于其正确性如何,我没法肯定。[①] 再者,假如所有的会员银行对于同一刺激都采取步伐一致的反应行动的话,其净结果便和仅有一家银行时相等。

因此,这对于劳伦斯教授自相矛盾的论点而言,并没有给我们作出全面的答复;因为菲利普斯教授的答复,在大不列颠情况下说服力就大大降低了。但除此之外,还有一点理由,这一理由实际所产生的影响也许比精密数字计算出来的影响还要大。也就是说,只要市场利率低于官定利率,那家企图增加储备余额的银行便始

① 菲利普斯教授主张(原文载《美国政治学会学报》1922年1月号,第195—199页):在美国,一家银行单独行动的扩张系数(即银行本身的放款对借用的准备的系数)约为1.25,从这一点便可以推论出:大致相当于市场利率的银行再贴现率(如果把银行的营业开支考虑在内的话),一般说来,其为数之高就足以阻止会员银行借款。另一方面,劳伦斯教授却主张这种系数约为1.8(见前书,第363页)。关于菲利普斯教授的论点的全貌,见他所著的《银行信用》第115页及其他各处。

终会感到自己到中央银行去借款，还不如暗中把其他会员银行的储备余额套取过来那样合算。我想差不多任何一位实际银行家都会问：——假定以收回短期贷款市场的资金、变卖承兑票据或变卖投资等办法增加储备资金所费更少的话，会员银行为什么一定要去再贴现呢？因此，个别银行往往宁肯变卖某种资产而不愿按照超过市场利率的贴现率向中央银行申请再贴现；这种资产是卖掉后不会对本行的存款发生反应的资产。也就是说，它的紧缩系数（新创一个与劳伦斯教授"扩张系数"相反的名词）达到了尽可能低的程度（即尽可能近于1），因而以它为基础增加储备余额时，该行就可以增加它扩张系数大的资产额（例如放款给本行客户和周围的人）。① 不过，如果每一家会员银行都这样做的话，拉平的结果当然就会使没有一家能占任何便宜了。

因此，我们的结论是，在那些会员银行为数众多的地方，人们从中央银行借款的利息大大高于完全类似的借款在市场上的利率的事，大概不会出现。除非是全体会员银行处心积虑地达成一项协议，要一致与中央银行作对。可是会员银行协同一致反抗中央银行审慎考虑的政策的事，完全是一种纸上谈兵的危险，实际上不会出现。

但是，即使这种一致行动果真发生了，或是上述各项遏制办法由于其它任何原因而失效时，中央银行依然掌握着一种武器，其形式就是公开市场政策，只要它具有合用的"弹药"就行。因为如果

① 上述论点中假定"紧缩系数"对于银行的某些资产说来小于其它资产，如果在这家银行本身的客户和其他银行的客户之间状况完全对称的话，这个假定便不能成立。因为在这种情形下，用一种资产代替另一种资产并不能使银行增加资产总额。不过原文中的假定往往能代表着事实。

会员银行开始以高于市场行市的利率向中央银行借款的话，它就能按照市场利率出卖它所有能在公开市场交易的资产，使会员银行遭受损失而它本身却赚得一笔让它们不痛快的利润，结果就迫使会员银行按照高于市场行市的利率从其中借回与该行变卖额相等的款项。

因此，官定利率只要和市场利率挂上钩就会“有效”的假定，并没有推翻的必要。

五、公开市场政策的进一步分析

有些著作家说：银行贴现率法和“公开市场政策”法，在理论上实在可以归为银行贴现率这一个方法；因为“公开市场政策”如果没有银行贴现率的变动相辅而行，它的实际应用范围便很狭窄。根据这个论点（一个不能完全成立的论点，理由将在下面申述），中央银行变动它的“投资量”时，就必然会在它的“垫款”量方面造成一种相反的和互相抵消的变动，除非它随之而适当地变动银行贴现率。人们承认，中央银行由客户主动要求而放出的垫款和它所主动收买的投资是不同类型的两笔债，所以变动一下后者的量便可以相对地或大量地影响垫款量。人们也承认，“公开市场政策”的效果，也就是变更其投资总额的效果，能够在银行贴现率那种比较突然的和非连续的变动的**领域之内**产生逐渐的和连续的运动。虽然如此，根据上述见解，中央银行只能利用公开市场政策来加强银行贴现率政策的作用，使它发生效力，而不能用它来代替银行贴现率。换句话说，除了在变态和非正常的情势下之外，中央银行的资产总额是它的银行贴现率的一个函数；因此，通过后者的适当变

动便能够控制整个的局势。直到最近为止，这说法在英国一直是正统学说，只不过在国外并没有这样普遍被接受。

最后说来，银行贴现率政策和公开市场政策，除了一定范围以外，不可能沿着不同的路线进行，这一点是肯定的。不过这两种方法之间的区别的意义却不受这一事实的影响。因为，它们所产生的效果在种类上有极大差别。银行贴现率的变动，是可能影响中央银行“垫款”量的各种因素中的一种。可是这种变动还有许多其他的作用，而且对于中央银行垫款的影响乃是这种变动所造成的一大群广泛得多的复杂后果中的一种不肯定和附带产生的结果；从另一方面说来，公开市场业务，却能直接影响会员银行的准备额，从而普遍地直接影响存款数量和信用数量，后一种影响是它的直接后果所造成的，而不是间接作用所造成的。此外，银行贴现率基本上只影响短期利率，而公开市场业务则由于其与中央银行所持有的长期证券有关，所以便能影响长期利率。这两种方法之间的这一差别在某些场合中的重大意义是本书第三十九章的主要论题。我们在那里会看到，如果中央银行的目的是要维持国际平衡的话，银行贴现率可能是最好用的武器；如果它的目的在于影响投资率的话，在公开市场上买卖有价证券便可能更为有效。

公开市场的业务经营方式在英国和在美国有所不同，因此，我们将分开讨论。

就英国来说，我们必须把公开市场业务中买进和卖出两方面的效用区别开来。英格兰银行买进政府债券借以增加股份银行的准备总额，其效用几乎是绝对的。既然金融市场一般欠英格兰银行的钱不多或者根本不欠，那末市场由于资金更充裕而付还给英

格兰银行的款项，影响便不会很大了。因此，英格兰银行增加投资时，首先产生的直接效果就在于促进股份银行增加准备，并基于这种增加而相应地增加其放款和垫款。这种情况可能对市场贴现率发生作用，使之略低于其他情形下的数额。可是股份银行往往可能(虽然不是永远可能)增加它们的放款额和垫款额，而不致使其所索取的利率大大疲软。所以，英格兰银行在卖出政府债券以减少会员银行准备额方面，只要市场利率低于银行贴现率，其效用似乎也同样是无条件的。但是，假使会员银行对于信用限制的反抗使市场利率接近于银行贴现率时，金融市场便会增加贴现额，从而形成抵消公开市场业务的趋势。这种趋势除非提高银行贴现率以外就无法遏制。的确，发动膨胀过程总比发动紧缩过程容易，因为前者适合会员银行的胃口，而且能够激发会员银行体系本身所蕴藏的膨胀偏性；后者则易招致会员银行的反抗，这一方面是为了它们本身的利益，同时也是为了避免把它们的客户搞得一团糟。但不论在哪种情况下，都有一段时滞存在，其间中央银行业务所累积的效果可以按照它所期望的方向，在企业界和金融界建立一种总趋势。

上述的最后一点——即任何动态都具有可以发动起来自行往前发展的趋势这一点——使我们看到了公开市场政策的另一重要方面；这一重要方面在美国甚至比在英国更能适用。因为中央银行有意变动“投资”量时会不会激起它“垫款”量的相反变动、因而显示出它在变更银行货币量这一点上不能发生效力的问题如果撇开不谈，那么有意变动投资量倒有一种效果，这就是促使会员银行采取一致步伐，朝着中央银行所指明和期望的方向发展。读者根

据前面的讨论可以回想起：一家会员银行的行为是怎样部分地为其它会员银行的行为所影响，而且一项使许多会员银行同时向同一方向行动的偶然事件可能巩固为整个体系向那个方向发展的持久动态，而全体成员银行并未存心希望有这个动态发生，或认定这个动态对它们有利。我想，中央银行周密掌握的公开市场上业务的价值，很大一部分在于它能在暗中影响会员银行，使之朝着它所期望的方向一致发展。举例来说，某家银行在任何时候都可能发现它有少许的剩余准备。按照平常的作法，它一定会以这笔剩余准备为基础额外买进一些资产，而这种买进又会使别家银行的准备状况稍有改进，等等。如果这时中央银行在公开市场卖出一些资产，把这笔为数不多的剩余"掐掉"，这家会员银行便不会顽固地坚持照原计划购买额外资产而从金融市场上收回现金；它干脆就不会购买。同样地，其它某家银行如果发现它的准备额由于中央银行的活动而过分地减少时，它并不会完全采用从金融市场收回资金的办法来填补不敷的数额，从而驱使金融市场向英格兰银行借款，它将采取不补充日常营业中某些逐日消耗的资产的办法来重新建立平衡。象这样的做法，中央银行通过循序渐进的、小量紧缩性的公开市场卖出，就能够诱导会员银行逐渐缩小它们的业务规模。毫无疑问，中央银行如果经营循序前进的、小量膨胀性的公开市场买进(不管是采用额外对政府贷款或其它方式)的话，便能有力地、而且几乎能毫无例外地诱导会员银行仿效而行。在这种方式下可以不变动银行贴现率而获得许多成就。一位普通居民由于信用限制而无法向其往来的银行通融贷款的话，一般说来，纵然他很愿意付出高于市场价格的利率，也没有条件在公开市场用抬

高贷款代价的办法来筹得他所需要的资金，至少在英国是如此。总之，公开市场业务为中央银行提供了一种工具，使它可以利用银行体系中的天然不稳定性来达到它自己所要达到的目的。在会员银行数目众多的地方(例如在美国)情形尤其如此。

美国联邦储备银行经营大规模的公开市场业务，事实上是从1922年春季才开始的；至于把它作为一种系统化的政策，则发端于1923年4月。[①] 这种业务在美国开始时并不是为了要控制或者影响会员银行的行动，而是要防止联邦储备银行本身有收益的资产继续减少。1921年美国的黄金净输入曾达价值660,000,000美元左右的高峰。收益都付给联邦储备银行了；其中大部分用于偿还了会员银行的债务。结果，到1922年春季时，联邦储备银行发现本身的生息资产已经减少到不能应付开支和支付股息的水平。因此，1922年各联邦准备银行便各自为政地、没有通盘政策或远大计划地在公开市场上总共收买了为数极多的美国政府债券。在黄金输入量很大的时候，又加上这种做法，于是通货膨胀的可能性便很快地露出头来了。1923年4月时，联邦储备局就把这事接过来，——也许正好及时地防止了1920年那次物价暴涨的重演。该局公开公布的原则是这样："联邦储备银行收买公开市场投资的时间、方式、性质和数量，首先要顾到的是商业和实业方面的资金以及这种买进或卖出对于一般信用状况的影响。"这种说法故意弄得很含糊，但至少也确实规定了有价证券的买进不应当仅仅是为了

① 关于公开市场政策的产生，叙述最详备的是《1923年联邦储备局第十次年报》(1924年发行)，本书后面曾加以引用。参阅斯特朗总裁《在物价稳定委员会前的证词》(美国国会出版，1927年)第207—332页。关于公开市场营业的统计资料，参看该文第426页。

增加联邦储备银行的收益。然而比这种抽象的意图阐述更重要的是任命“联邦储备银行官员组成的一个委员会，在联邦储备局的全面监督下，负责处理公开市场的问题和业务。”我们可以认为联邦储备局从那一天起已经根据它的经验发现了伦敦方面单靠银行贴现政策来管理国家货币制度的方法本身并不足以控制用美国方式所建立起来的制度；而公开市场政策，由于直接接触到问题的根源，并直接影响到会员银行的准备量，便给它们的任务提供了一种更适当的工具。

只要是经营公开市场业务的目的既不在于改变现存的平衡，又不在于阻止会员银行背离这种平衡的趋势，而仅在于保障现存的平衡状态使它不致遭到扰乱，这种权宜办法便完全合用。虽然如此，如果问题在于诱导会员银行改变它们的业务规模的话，那么美国制度由于上述性质便不免比伦敦方面更容易受到“垫款”所产生的相反动态的阻力。美国的会员银行整个说来既然通常都对联邦储备银行负有债务，那末，如果它们一旦发现本身储存在联邦储备银行的余额已经增加到超过了需要时，便会很容易而且很自然地偿还这种债务一部分。从另一方面说来，联邦储备银行的再贴现率以及银行承兑票据的收购价格，对市场利率来说，却又并不具有那样大的寓禁性以至惩戒性，使会员银行发现本身在联邦储备银行的余额不足规定时不去补足。

由于上述各种理由，在公开市场政策开始实行时，有些经济学权威认为，它尽管在表面上看来有很多用处，但实际上是不是有很大作用，却不免抱有怀疑。1925 年 3 月，钱德勒博士在《纽约国民商业银行行刊》上曾发表意见说：

> “由于联邦储备银行变卖了它们的投资，会员银行在联邦储备体系中的再贴现数量一直是倾向于相应增加。因此，只要会员银行可以不受限制地向联邦储备银行借款，联邦储备银行的公开市场业务对于会员银行所能支配的信用量便好象并没有多大作用。不错，通过联邦储备银行公开市场投资的卖出而收回市场上的资金，既然能迫使会员银行借款，那末，这样就可能使会员银行方面产生了一种不愿扩充信用的心理。……然而这完全不是说，公开市场业务经过一段长时期实施的净效果对于可用信用量会有任何永久性的影响。”

伯吉斯博士在《联邦储备银行和金融市场》一书第十二章中也说：“直接自愿地购买的政府债券的持有量方面每有增减时，在贴现票据和手中持有的银行承兑票据等方面一直都被动地随之发生几乎相应的变动。”但他的统计数字所说明的情形实际上不过是这样：当前者的变动量大时，就会由于后者的相反动态得到部分补偿。此外，前者的动态有时是*特意*为了补偿后者的动态而弄出来的。

银行总裁斯特朗对于美国公开市场政策的发展所起的作用比任何人都多，他对于这个问题曾提出以下的几点：

> “我认为，公开市场业务是用来为利率的变动开辟途径的。不幸的是，我始终认为国内对于银行利率的变动在情感上都夸大了它的重要性。这种情况的危险就在于利率的提高将是全国对于信用的信任感和安全感的致命打击，公开市场业务或多或少地纠正了这种反响。……如果从各方面考虑起来，联邦储备银行要把信用的使用稍微抽紧一点的话，那么根据我们的实际经验看来，比较有效的方针是先从卖出我们的政府债券着手。其效果对全国来说，就不会那么显然，而且还不会使人感到惊恐。”①

据我看，这些权威人士都低估了公开市场政策的效用。不过

① 见《物价稳定委员会报告书》(美国国会出版，1927年)第307、332页。

以上所引证的斯特朗总裁的看法，却表明他已部分地认识到公开市场政策和银行利率政策之间在质的方面有所区别。晚近的经验显示出，公开市场业务在一种经营方式下可以对通货管理方面发生非常大的效力。联邦储备局在1923—1928那一段时期中管理美元的成功是下述见解的胜利——“通货管理可以在实质上与黄金动态无关的情况下实行。”不过这种胜利后来由于1929—1930年的事态而有所减色。

虽然如此，要不是联邦储备局在那段时期内并未曾严重地受到黄金动态的困扰，那几年中的政策仍然可能实行不了。公开市场政策能否奏效，决定于中央银行手边是否经常持有适当的“弹药”,即可变卖的公开市场有价证券。联邦储备银行只能用它们在抵抗物价暴跌时随手捡到的“弹药”来击毙开始萌芽的暴涨。但是要有大宗黄金源源不绝地流入的话,就会不断地暗中把它们的“弹药”偷运掉,而且由于在它们的准备中以不能买卖的黄金代替了可以买卖的有价证券，所以迟早总会发现自己的“弹药”储存已经降低到不足以应付下届暴涨的水平。在金本位制度下黄金不断流入的量,如果比银行体系所需要的余额增长量大得多的话,便没有任何货币管理制度能无限地存在下去，这样流入迟早必然会造成通货膨胀。1921年以及随后几年中美国的黄金流入规模非常之大，以致使人预料:联邦储备银行为了避免本来要发生的膨胀的后果，势将耗费大量“弹药”,以致所余的“弹药”不足以应付1923年以及后来萌芽的信用交易骤涨的现象。的确，当时大多数的观察家都预料会发生这种情形。但是这种预料竟未成为事实，其原因被认为是美国公众在同一时期内所需要的银行货币数量有显著的增

加。在现存物价水平下需要更多的银行货币时，新输入的黄金便可以被吸到准备中去而不致对于物价发生任何通货膨胀的作用，也无需使用联邦储备银行的"弹药"。如果黄金的流入与银行货币的需求量减少的现象同时发生，而不和它扩大的现象同时发生，那么联邦储备银行以可变卖的有价证券的形式保持的"弹药"是否足以应付美元管理的问题就会受到考验了。

如果认为美国在1922—1928年的货币状况发展过程是管理成功的范例，那末1920年的通货膨胀便是极其不中用的货币管理的殷鉴了。当时还没有尝试过经营公开市场业务，因为这个政策的原理在当时还没有被发现。同时，那一段时期的统计资料也提出了这么一个疑问：联邦储备银行在1919年和1920年所能够掌握的"弹药"究竟充足到什么程度。

六、变动会员银行准备比的办法

"弹药"可能不足的情况在特殊情形下会妨碍公开市场的业务，因而使我们要提出另一种从来没有实行过的办法，即授权中央银行在事前适时通知后，自行斟酌情形小规模地变动各会员银行规定必须保持的法定准备比例。

美国联邦储备局于1917年曾提出过这方面的建议说，会员银行规定准备额的增加不得超过其原来存在联邦银行的准备额的20%，而且有效期间不得超过30天。联邦储备银行顾问委员会认为这建议不适用于非会员银行，因而予以反对，结果使之从未付诸实施。无论如何，这种建议只能对规定准备额造成极小的差别。[①]

① 见贝克哈特：《联邦储备银行体系的贴现政策》第190页。载于《联邦储备银

钱德勒博士曾评论道:“这种权力无疑使联邦储备体系能消灭逾额黄金的作用,可是这个建议革命性太大了,所以根本无法采用。”①

目前看起来这办法虽然是革命性的，但我认为:这类的规定，如果能适当保证其不致被滥用的话，便应当补充到一个理想的中央银行职权中去。它直接接触到问题的根源;而不依靠我们的实验货币管理制度自行摸索出来的各种间接和迂回的因素。如果会员银行不适当地照顾到它们的客户在现存平衡状态下的需要而放款过多或过多地增加其现金余额时,或者从另一方面说来,如果它们放款过少时，那末变动它们的准备比便可以最直接地对它们施加压力,使之朝着所需的方向发展。因此,我曾建议(见本书卷二,第65页)把这一特殊办法引用到大不列颠体系中来。

行公报》1917年。

① 见钱德勒:《联邦储备政策的国际状况》，原载《美国经济评论》(附录)，1926年3月号。

第三十三章　中央准备的管理
——国家管理的方法之二

我们在上章中曾探讨了中央银行可以用来控制会员银行准备资金的各种不同方法。在那里，我们集中讨论了中央银行的“垫款”和“投资”量的管理问题，并且说明如果这两者能够有效地加以控制，则会员银行的准备资金总额(由中央银行所持有的“黄金”、“垫款”和“投资”的总和减去公众所持有的银行钞票总额而得）也能够加以控制。在本章中我们就必需讨论一个可能已经不存在、而且也许不应当存在的问题，即中央银行本身必须服从并应在其限制范围内履行职务的一些规章。

人们可能认为在任何计划周密的金融体系中，凡采取单独行动而不顾及公共利益的会员银行一定会受到中央银行的制裁；也可能认为，该体系中自由裁决的成因主要由中央银行执掌。同时看到中央银行所处理的问题那样错综复杂、而且在不同环境中又具有不同性质后，就没人会希望关于该行明智行为的法规可以由一项议会法令随便规定出来。可是由于历史方面的理由——这些理由从来就不充分，目前讲起来又已经过时了——我们竟发现大多数近代的金融体系，情形恰恰与此相反。一般关于会员银行的规章是不大确定的，而关于中央银行的规章则非常严格——在某一点上特别严格，也就是关于它负债一方的某一项(银行钞票的发

行)和它资产一方的某一项(黄金)之间的关系却非常严格。

这些规章——其特性马上就要详加讨论——是由于两种影响因素形成的。第一是历史因素。在表征货币出现的初期，其主要形式不是银行存款而是银行钞票。凡有意控制表征货币量的人都有理由集中注意银行钞票的管理问题。在一百年前的大不列颠和二十五年前的德国是这样，甚至在目前的某些国家中大概还是这样。此外，大多数国家迟至1914年还普遍把银行钞票和金币两者同时作为流通工具，所以银行货币以外的通货总额并不决定于银行钞票的总额，而是决定于这种总额加上流通中的黄金总额。作为稳定通货流通总额的一种条件而言，这种状况便要求：流通中的黄金量的变动应同流通中的银行钞票数量的相应变动抵消。因此，当时所计划的"管理方法"就在于获得这种效果。

第二个因素是政治性的。人们一向就认为限制中央银行的自由裁决是值得欢迎的，因为有一种危险是中央银行屈从于政府的无厌要求，以致对财政部垫出一种款项，其性质必然是牵涉到纸币。无疑，在某些国家中和某些情况下，这种看法是有说服力的。不幸的是，要削减政府的权力，议会的一纸法令是没有什么效果的；几乎在我们知道的每一件紧急事例中，当"货币条例"和当时政府的愿望发生矛盾的时候，让步的总是货币条例。

就历史性因素适用的范围而言，能说明这些因素的作用的条件差不多都已成过去了，在不列颠尤其如此。作为限制银行货币数量的方法来说，限制银行钞票的发行量是一种十分笨拙的、不灵活的和无济于事的做法。因为银行钞票的数量固然无论在什么时候都或多或少和银行货币的数量保持着一种确定的关系，但是，从

量的方面说，这种关系由于有关货币的习惯的变动，在一段长时期中也一直是变动的；而在短时期中则有严重的时间滞后现象存在。一般说来，银行货币的数量发生变动在先，所以对于银行钞票数量的控制每嫌过迟——往往在银行货币量方面的变动（可能已在数月之前发生）已造成灾难之后才出现。

非但是控制中央银行钞票的发行量而不控制其存款量（或中央银行钞票加存款量）① 的原则已经过时，一般通行的管理方法也由于欧战后一般不用实际黄金作为流通工具而失去了以往所有的一切意义。这些条例通常都规定中央银行必须经常保持一个最低额的黄金，其量决定于流通中的银行钞票总额。既然中央黄金准备不必再象过去那样部分地用来应付流入国内流通过程的量——这一方面所丧失的黄金往往有理由要减少钞票的发行额来平衡——于是上述规定所发生的效果便只会是将大量的（有时甚至超过半数以上）黄金封存于永无可用之地；结果，中央银行实际可用以应付偶然事故的有效准备就会降落到一个极低的数字，以致严重地束缚了中央银行合理地执行它的自由裁决权。为了说明这一切起见，我们将不同国家的法律中有关的现行规定作一简要叙述如下。

一、钞票发行的现行管理办法

大致说来，已实际应用的方法有下列四种：

（一）直到 1928 年为止，法国没有规定银行钞票发行流通量

① 我们在下面将看到有几个国家的中央银行现在必须对“发行”加上“存款”存储准备金，而不再只对“发行”存储准备金。可是在这些例证中，对于所采用的管理方法的反对理由依然存在。

和黄金(及白银)准备额之间的关系。它所采用的管理办法是规定一个最高发行额;不管准备额是多少,钞票流通额都不得超过这个最高额。这种最高额一般总是高过钞票在正常状态下预计应有的流通额,而且还不断修改提高。不过1928年的法国货币改革有一部内容是废除了这种方法,改用通行的百分准备比法(见下文<三>)。

固定最高额法有一个大优点是:一方面以法律保障不发生任何严重的通货膨胀,同时又能使中央银行具有最大的自由裁决权,尤其是能在必要时使全部可用准备金都能应用(不过法兰西银行几乎从来没有运用过这种权力)。如果要用法律条文来规定银行钞票发行量的话,这也许是最优良的制度。

(二)1884年的不列颠银行法规定了一种管理法;该法在议会中提出时是有些道理的,即所谓"定额信用发行法"。其中规定钞票发行额超过黄金准备的数量不得大于法律规定的定额(当然可以随时修改)。这方法的用意在于用黄金来应付钞票发行额的变动边际,以便经常有黄金可以用来收兑任何正常状态下可能要求兑现的一切银行钞票。它也保证了银行一旦钞票发行量超过了正常最小限额时,除非有黄金准备边际可以用来应付,否则就不可能再扩大发行。开始采用这方法的时代是黄金和银行钞票两者同时并用的时代,也是晚近老练地滥用职权的年代;——这种职权的滥用是英格兰银行让额外增加的黄金和额外增加的银行钞票同时投入流通,以致使国内的通货有了不应有的增加而来的。

在近代的形势下,"定额信用发行"法可能实行得很好,只要信用发行额定得很高,足以使中央银行毫无束缚地控制其大部分黄

金准备就行。果真能如此，其中的条例便不过是阻止中央银行极度扩张的措施而已。不然，这种方法便会使黄金过多地以一种方式被封存起来，这种方式在不通用金币的国家中是没有理由再存在的。

这种制度目前通行于英国（1928 年曾重订信用发行额，虽然其限额之低仍然无理由地束缚了英格兰银行的自由裁决权）、挪威和日本。瑞典的制度与此相似，不过其黄金准备不得低于某一最低额，而超过法定信用发行额的银行钞票则只须有 50% 的准备而毋需 100%。所有这几个国家都有应变权存在，以使在非常情形下增加信用发行额。

（三）现在最流行的制度是“百分准备比”制。它规定黄金准备不得少于钞票发行量的一定百分比，数额一般都在 30%和 40%之间。它有时同样的适用于中央银行的发行额和存款额（虽然两者的百分比并不经常一致）。如果百分准备比法有任何道理的话，那么在近代条件下就更有道理了。下表(第 231 页)总结了目前的情况:

下表中有一两国的法定准备可以包含一部分白银。

在我看来，“百分准备比”法无论在逻辑方面或是在常识方面都没有健全的基础。虽然在完全近代化的美国联邦储备制度中以及在欧洲大多数恢复金本位制的货币改革中都采用了它，我却从来没有见人们为其中的条例印发过什么有理由的辩护。它好象集中了各种钞票管理制度可能发生的一切缺点。它在封存黄金于无用之地这一方面是非常过分的，甚至连最低限不兑现钞票发行额都不放过，而“定额信用发行”制却是放过这一数额的。除非中央银行能够以非法律所要求的过分审慎的态度行事，否则它就会让新

国　　别	对钞票发行额的%	对存款额的%
澳大利亚	25	…
比利时	30	30
丹麦	30	…
法国	35	35
德意志	40①	…
荷兰和爪哇	40	40
波兰	30	30
南非	40	40
西班牙	37②	…
瑞士	40	…
美国	40③	35
乌拉圭	40	…

流入的黄金产生过大的放松信用状况的作用;④其实,如果我们可以依靠中央银行这种审慎态度的话,这法律本身便是不必要的,而且可能还是一种障碍了。最后,在黄金准备逐渐减少的紧急困难时期,百分比准备制要求按黄金的损失程度成比例地减少发行量,其程度的猛烈是极端危险的。诚然,一个采用百分比准备法的国家并不能安全地避免严重的货币混乱局面,除非它能象第一次大战后的美国那样经常维持大大超过法定最低额的准备——从而使中央银行在执行业务时不必担心到它的法定准备问题。不过这样当然就会更加浪费地封存黄金了。事实上,这种法律是最危险的法律,

① 其中的四分之一可以用外汇形式保持。

② 西班牙的制度是复杂的:当钞票发行额超过一定数额时,规定的百分比可以提高到47%。

③ 联邦准备银行钞票。美国货币制度由于历史的残余而存在的其他复杂情形已为人所熟知,故不必在此赘述。

④ 如果中央银行的百分准备比为33%而会员银行的准备比为10%,新黄金的流入将允许银行货币增加到相当于新黄金总额的30倍。

除非一个国家的准备充裕得象法国和美国那样，使法律完全不能影响中央银行的政策。因此，在这恢复金本位制的时代，当大多数的通货条例都在“熔炉”中重造时，这种百分准备比制竟成为时尚所趋、世俗所崇的制度，真是一种极大的不幸。

（四）第四种方法根据在第一章（见本书上卷）中所下的定义说来，可以称为“汇兑管理法”，但一般地说不能称为“汇兑本位法”。它是第三种方法的变种；按照其规定，钞票发行的全部或部分，百分比准备可以不用实际黄金的形式保持，而以存在某个外国银行的汇票或现金的形式保持。在国际联盟财政委员会的协助下恢复金本位制的国家，一般都采用这种方法；这是符合1922年热那亚会议的建议的，而且其中有许多国家就是在这些建议的影响下采用的。

就法律规定而言可以把国外存款金额和外国汇票作为全部准备的国家包括阿尔巴尼亚、奥地利、智利、捷克斯洛伐克、但泽、厄瓜多尔、埃及、爱沙尼亚、希腊、匈牙利、意大利、拉脱维亚、秘鲁和俄国；某些其他国家，如比利时、哥伦比亚、丹麦、德意志、波兰、西班牙和乌拉圭，如上所述，可以用一部分外汇代替黄金作为准备。

这种方法有一个大优点，它能节省黄金，不过要受本书第二十章（上卷）所讨论过各种条件的限制。但作为管理钞票或银行货币的发行量的手段而言，它在其他方面也有百分准备比法那样的可訾议之处。再者，黄金的节省乃是取舍由人的；对于风气和威信的考虑，可能促使上列名单中的某些国家并不运用这一取舍权而保持实际的黄金，因为现在采用这个方法的大国还只有一个，那就是意大利。举例来说，在1929年年终时，奥地利国家银行法

定准备中约有2/5是黄金，意大利国家银行的法定准备中过半数是黄金，捷克斯洛伐克国家银行约有2/5黄金，波兰银行为3/4，匈牙利国家银行差不多全部都是。

具有头等重要性的两个国家——法国和日本——目前的逾额准备有大部分是外汇和国外存款。就日本来说，这是一种行之已久的老办法，在第一次世界大战前即已开始实行。就法国来说，则大概是一种偶然情形，这是过渡到金本位制的残余办法，将来是否继续还没有一定。诚然黄金在最近的将来是否能有充裕的供应，大部分要看法国把它国外余额形式的准备转换为实际黄金形式的准备这一点将达到什么程度而定。

以上各种方法的效果就是在减少国内钞票流通量（采用百分准备比法时须大大减少）的条件下，腾出中央银行的一部分准备。可是在现代情况下，银行钞票既然主要是用在支付工资和零星现金方面，所以它的发行量便受工资水平和就业量的支配。由于降低工资水平显然不能立即办到，而且只是由于失业不可能出现，所以除非减少就业人数，否则银行钞票的发行量便不可能很快地降低。此外，正常发行量减少10%是一件非常猛烈的措施，而在采用“百分准备比”制度的情况下，即便是这样所能腾出的黄金准备也不过只等于银行钞票发行量的3%。

因此，中央银行的黄金准备实际上可以分为两部分。一部分是法定最低准备；这种准备为了实际目的是被封存起来而不能派用的，而且一个小心谨慎的中央银行也不会把它计算在内。另一部分是逾额准备，只有这种准备才能用来应付紧急局面。

既然如此，长时期缺少黄金所招致的信用吃紧以及物价下落

等危险，便不以中央银行所保有的为量极其充实的黄金总额为转移，而以为数少得令人感到不安的额外准备为转移。全世界的“货币黄金”由于被用作中央银行法定最低准备而不能生利的究竟占多大比例可以从下表中看出来：

单位：百万英镑

国别	回报日期	法定准备	逾额准备	逾额准备占总准备的%
	1928年			
英国	10月24日	108	59	35
美国①	25	311	233	43
法国	19	222	26	10
德国	15	63	60	49
西班牙②	20	55	32	37
荷兰	22③	14	22	61
爪哇	20	6	9	60
瑞典	20	10	3	23
南非	9月28日	6	2	25
		795	446	36

① 金券除外

② 自从这一天以后，荷兰的法定准备增加了一倍，因而恢复到第一次世界大战前的比例

③ 按30比塞大折合一英磅计算

上表当然是不全面的，但却包括了保有全世界黄金准备约3/4的各个国家和地区。它显示出全世界约有2/3的“货币黄金”被封存而置于无用之地了，既不能用来应付中央银行的实际需要，又不能用来减轻它们的恐惧心理。法国新货币法所产生的后果尤为突出。

二、正确的管理原则

我相信今天在任何一个具有负责任的政府和强有力的中央银

行的文明国家中，把有关中央银行准备的管理事宜交给该行不受束缚地便宜处理，比采用法律来规定它应该做什么，或者应当在什么范围内行动的办法好得多。这种法律（在没有法律的地方是具有约束力的惯例）所应当达到的目的是管理会员银行的准备，借以保证有关未清偿的银行货币总额的决定权都集中在一个机构手中：这个机构有责任在作出决定时从社会和经济的总体利益着想，而不从金钱、利益着想。此外，会员银行的法定准备额是可能有效的；所谓有效是指它们的实际准备将与之接近。因为在任何一个计划周密的银行体系中，会员银行都能从中央银行取得应付紧张局面的种种便利，而中央银行本身却没有这种便利可以依靠，因而必须维持一种超过法定准备的额外准备以便应付偶然发生的事故。会员银行的法定准备也是使它们出一分力量维持中央准备的一种手段。但中央银行的法定准备却不过把资金封存于无用之地而已；它的有效力量实际上完全在于它的额外准备。因此，我们就得出了这么一个奇怪的结论：法律规定的中央黄金准备越是紧，越是保守时，该行便越疲软，而且一有风波就越加会毫无遮拦地遭受灾难性的混乱。一个被迫用百分之百黄金作为银行资产的中央银行，它的处境并不比一个完全没有准备的中央银行好许多。

但是，即使是承认百分准备比或最高信用发行额的原则，也最好是把它应用于会员银行所持有的中央银行货币方面，而不应用在群众手中流通的银行钞票总额方面。因为，倘若有通货膨胀的趋势在发展时，在近代条件下，就时间观点来说，钞票的发行量乃是表现经济体系发生毛病的症状中最后出现的一种。要用调节钞票发行量的办法来维持货币的健康状态，正如同痼疾已成坏疽出

现之后企图施行猛烈的手术或切断肢体以维持身体的健康一样。一般地说，在通货膨胀尚未达到足以提高生产因素的货币报酬率之前，除因就业量增加以外，钞票的发行量是不会增加的。这种货币报酬率一旦提高之后，再要压低，便很难不发生有害作用。

因此，我提出，法律只有在两个方面限制中央银行的自由裁决权才是有用处的。第一，在一个不安全的世界中，有意地将一定量的黄金搁置起来，在任何寻常状态下都不打算动用，而只把它作为应付最后紧急状况的准备，这种作法也许是明智的。因此，一个国家所保有的黄金准备应当分为两部分：一部分可以说是作战基金，另一部分则是应付寻常偶发事故或波动的准备。但是第一部分却没有理由必须和钞票发行数量或银行货币量具有硬性的关系。就这种情形而言，法律便有理由规定黄金准备额不得低于明文规定的最低数字，而这个数字在大多数国家中却肯定应当大大地低于现有的法定准备。

第二，如果法律能够仿照法国原先的货币法规定出钞票发行量不得超出的最高限度的话，就可能有助于心理方面的信任感，而且可以证明它在紧急时期至少是一种有延缓作用的安全保障。钞票发行量既然没有理由必须遭受突然的或剧烈的变动，那末法定的最高发行额只要和商业旺盛时期的季节性最高预期流通额之间留有一个宽裕而不过多的边际也就够了。

法律要是规定了一个最低黄金准备额的绝对数字，同时又规定了一个最高钞票流通量的绝对数字，这两个数字得随时作合理的修正，而且选择数字时的用意在于使中央银行决定其逐日和逐年的政策时具有广泛的自由裁决权；我就认为任何进一步的保障

措施，不论其用意是怎样地为了保持审慎，都只能使国家的通货制度变得更不安定，而不是更安定，有时甚至会迫使中央银行采取它本身也认为不明智而且可能发生危险的步骤。

另外还有一件事正式说来也是属于法律方面的，不妨在这里提一下，即银行货币以外的流通现金的形式问题。关于哪一种形式最好问题，目前已经有了相当一致的意见。第一，由于“货币黄金”时有短绌之虞，金币或其等值的金券，决不应当任其流通，而只应当专门作为结算国际债务之用。第二，应当只有一种形式的钞票，这种钞票应当由中央银行管理——库券和私人银行发行的钞票概予废除。

全世界正迅速接近这种状况。只有两个国家的货币还值得改革：——在美国，包括金券在内的各种证券，以至金币本身仍在照常流通。如果用联邦储备银行的钞票来代替其它一切形式的通货，就会为世界其他国家树立一个良好的榜样。在法国，法律已规定可以将金币投入实际流通。而且人们大有理由害怕某些方面有意在将来乘机利用这种规定。假使这种情形果然成为事实的话，无论对法国本身来说，或者对作为一个榜样来说，都是一种真正的不幸。

撇开法律不谈，中央银行究竟应当根据什么普遍的原则来决定它的“自由准备”的适当总额呢？黄金准备的目的究竟是什么呢？一部分目的是在于提供流动资金以备最后紧急时期之用，——这一点可以由规定最低限度的准备来应付。另一部分目的则是由于心理方面的原因而来的，那便是提高信任感——然而这个目的很容易被夸大，因为公众舆论总是满足于惯有状况的；例如在

第一次世界大战之前，英格兰银行极少的一点准备所促成的信任感并不小于法兰西银行大宗准备所促成的信任感。使群众养成一种希望经常而且继续不断地保持大宗“自由准备”的习惯，所以，实际上就是一种毛病的根源，但是黄金准备的主要目的在于应付国际负债差额方面的短期变动，用一句老话来说，便是在于应付“对外漏卮”。

因此，我们必须讨论的问题，便是应付对外漏卮所须保持的适当准备额应当根据什么标准确定的问题。当然，从长远来看，国际负债的逆差最后只能由中央银行按照本书第二十一章所讨论的方式，采取措施来影响对外投资贷付量和对外贸易差额来补救。不过这种措施，除非是猛烈得令人不敢领教之外，否则要奏效就是要时间的。此外，由于季节性或其它临时性的原因，往往出现一种临时的逆差，这种逆差经过一段适当的时期以后就能自行弥补，因而作安排时就不必打乱基本的经济因素。最后——假使货币状况的国际管理计划能够实现一二的话，那末解放黄金，并将准备额降低到已往的数字以下的做法许多时候都将对大家有利。

因此，中央银行在决定“自由准备”的常态水平时，第一必须考虑到国际负债差额方面的猝发变动的最高限度，发生这种变动的可能没有时间采取其它保障办法。第二又必须考虑到临时变动的最大限度，应付这种变动时应当不必作任何基本的调整。这两者和一部分决定于国民收入而另一部分决定于国民习惯的国内货币量似乎都没有任何固定的关系。他们反而受该国所经营的国际性商业、投资和金融业务范围的大小和可变性等因素的支配。

二十年前，印度事务局财政秘书莱昂内耳·亚伯拉罕爵士曾

提出备忘录，其中的主题就是从经典学派出发以探讨怎样依照上述各点来决定一个国家应付对外漏卮所应有的适当“自由准备”额。他当时面临着怎样使卢比汇兑率维持稳定的那一困难而带专门性的难题，并根据痛苦的经验而获得了正确的理论解答。他倡议建立了金本位准备，并将这种准备和通货票据准备分开保持，以便金融当局在应付外汇紧急状态时可以毫无束缚地自由动用。在决定这种准备的适当数额时，他曾设法对印度由于下述原因而造成的漏卮的大小作出合理的估计：其一是外国资金突然抽回所造成的漏卮，其二是印度出口货由于歉收或价贱而价值陡降所造成的漏卮，其中最重要的是黄麻，其次是小麦。①

象这样的计算，是每一家中央银行都应当进行的。一个国家(如巴西)的输出如果大部分取决于品种不多而价格和数量又可能发生极大变化的农作物时，其中央银行所需要的“自由准备”便应当大于贸易种类多而进出口总量又相当稳定的国家。从事大规模国际金融和银行事业的国家(如大不列颠)，其中央银行所需的“自由准备”便应当大于和这种事业没有多大关系的国家(如西班牙)。

从表面上看，英格兰银行所需要的“自由准备”按国内货币数量的比例来说，应当比法兰西银行或美国联邦储备银行体系为多。事实上，英格兰银行准备却是惊人地少。在过去人们对这种情况的解释是这样一条理由：——伦敦商业中心在国际票据市场上的贷出量比借入的外国存款量大，因之便始终有力量立时改订贷款条件，以补救当时的局面。自从第一次世界大战结束以来，伦敦的外国存款额大大地增加了，所以伦敦的短期国际债务是不是往往

① 见拙著《印度的通货和财政》第 157 等页。

大于其贷出量就大成问题。但是上述保持狭窄的准备边际的理由也许大致可以改写为：伦敦商业中心能够改订借款条件，以便立时挽救局势。

然而本章并不打算讨论具体国家的实际问题。我们的结论是：一个国家目前以黄金和外币作准备时，其目的如果只是用来作为"战时基金"并作为一种安全保障，使之对于其直接国际债款的意外或临时性变动不致过分敏感，那么，为后一种用途所保持的准备便应当由中央银行自由动用：其正常数额应当从宽估计必须应付的取款要求大概可能达到多少，然后予以决定。这一数量按可以立时从流通过程中抽回的钞票量的35%计算大概还不够。

第三十四章　各国中央银行的相互关系——国际管理问题之一

在第二和第二十五章中，我们曾经讨论过一个金融体系中的会员银行“创造”银行货币的自由裁决权的限度。我们看到任何个别银行除非是打算让自己的准备比发生变动(上升或下降)，否则就不得不和该体系内的其它银行(包括中央银行在内)“采取一致步调”。它们可以一同前进，或一同后退。一家银行在某一方面单独采取的临时活动可以加强、巩固或刺激其它银行产生向同一方向活动的倾向。可是除非其它银行也采取行动，否则，一家银行就不可能单独走得很远；因为不这样的话，它的准备资金就会有所增减，从而搞乱它的准备比。所以全部已“创造”的银行货币量是由那些决定整个会员银行准备资金总和的因素紧紧地支配着的。

由会员银行各自环绕其中央银行而组成的若干国家银行体系加上统一的通货本位所形成的国际银行体系，其行为在原则上和封闭性的国家体系基本相同。各中央银行在贷款政策方面的自由裁决权都受到这些政策对它们的准备的影响的限制——即这些政策究竟是促使它们从邻行取来准备资金还是使自己的准备资金为其所吸取；如果它们不打算让自己的准备比发生变动的话，便也受到同样的压力要采取“一致步调”，因为根据我们关于国际体系的

假定，这家中央银行的客户和其它中央银行的客户也同样发生买卖和借贷关系，前一银行所“创造”的信用将对它本身造成一定大小的债权，象这样造成的债权却会落到其它中央银行的客户手中。

正如我们在下文中即将见到的那样，各中央银行据以管理其准备金的法律和习惯，在实际办法上有几个重要的方面和我们讨论会员银行时所假定的有所不同。但在开始时让我们先假定各方面都完全相同，只不过中央银行没有“银行家的银行”，因而必须将其准备以现金存储于其本身的金库中。然后再看看情形怎样。在这种情形下，每家中央银行都会有硬性的准备比，因此，假定采用金本位的话，全世界的中央银行货币总量就由各中央银行的黄金储备量硬性地决定了，如果黄金不用于流通过程，那末任何它的变动都将完全由每年新出产的黄金与工艺方面所使用的黄金量之间的差额决定。相反地，如果黄金用于流通的话，则在黄金流通量与黄金准备量之间将存在某种比例，长期说来这种比例或多或少是稳定的。它是全部有关各国所订的各种不同国内准备比（如银行总裁斯特朗为美国所订出的准备比）的加权平均数。（参看本书第42页）

让我们假定，就准备总额中新增的黄金供应量来说，情况是稳定的，也就是每年新增的黄金约略相当于世界黄金产量和劳务的年增量。我们的“基本方程式”却证明即使如此也必然不能保证获得稳定的物价水平。整个的世界金融体系仍会受到全世界新投资值与全世界储蓄总额之间可能产生的每一不平衡现象的影响。因此，对黄金的新供应量进行适当的管理后，仍将使我们遭受到每次

信用循环的全部风暴，除非是中央银行在明确的目标下采取一致的行动进一步予以缓和。要是一两家中央银行采取单独行动的话，则除非它们的规模特别占优势，否则就不可能改变气候或控制风暴，正如单独一家会员银行不能控制一个国家体系的行为一样。假使有一家中央银行在繁荣时期中单独地落在后面，它就会被过多的准备资金压垮；假使它在不景气时期跑到前面去，那么它的准备资金就会很快地丧失。即使假定它愿意放弃自己的正常准备比，它的力量的限度仍将决定于它的剩余准备额对所有中央银行的总剩余准备额的比例。

第一次世界大战前的国际金本位的作用，和那种在黄金量相对稀少或充裕的影响下通行的、比例可逐步变更（如本书第 30 章第 177 页所示）、会员银行硬性准备比制的作用确实没有很大的差别。长期的物价水平，除去其它货币因素的长期变化外，就要看可用作准备的新黄金比金本位国家的贸易增加得快还是慢而定，这一类又取决于金矿发现的速度、流通中黄金的适当使用、金本位国家的数目、以及人口的增加和按人口计算的贸易的增涨等因素。至于短期物价水平，就要看“基本方程式”第二项中的变动究竟是朝向膨胀方面还是朝向紧缩的方面而定。

可是，战前制度的执行在许多重要情节上根据这个标准说来却走了很大的样，而战后制度的执行则走样更远。因此，我们必须分析中央银行在国际体系中作为会员银行采取行动时所具有的“特性”；这些特性当我们分析国家体系的会员银行的行为时，并不存在或者还不重要。应予注意的要点有以下三点：

一、中央银行的准备比并不象我们在会员银行方面所见到的

那样硬性，因为诱导会员银行将其实际准备维持得近于法定或惯例最低点或使之能如此的那些条件，在中央银行方面都没有得到满足。首先，中央银行一般说来并没有一个迅速补充准备的办法，相当于会员银行直接或间接地向中央银行贴现的那种便利条件。至于中央银行在国外保有余额或黄金以外的其它生息资产（其性质可以迅速地售与其它中央银行）这一方面，两者之间的情况才比较更为类似，这一点我们在下文中将加以讨论，可是在大多数情形下，其作用并不足以大大影响我们的结论的正确性。

其次，中央银行并不象我们认为会员银行所具有的情形那样，企图获得最大利润。因此，它在公开政策和国家利益等方面的各种考虑都会发生影响，使它所维持的准备高于法定最低额，甚至高于合理的审慎态度所要求的最低额。

从这点可以推论出，中央银行的准备比可能发生极大的变动。其幅度究竟有多大，在下面第257页将提出统计资料加以说明。

二、我们曾假定，会员银行中的个别银行"创造"了银行货币时，它不能指望这项新货币能作为存款的增量大部分回笼。甚至在主要银行的数目已经减少到五家时，如此回笼的部分仍然是微不足道的。至于中央银行，它的客户基本上是国内金融体系中的会员银行，而间接的又是国内的个别公民，这样回笼的部分最初可能较多。这项新货币有一部分肯定会直接或间接地用在外国或贷给外国，这样便形成了一种趋势，使中央银行的准备资金流失到其他中央银行中去。至于这些资金究竟有多少会转移到其他中央银行的客户手中，就要看下列情况而定：列入外贸范围的商品对当地消费者的相对重要性；关税对于国内外物价水平均等化的干涉程

度；以及该国是不是一个敏感的国际金融中心。有些中央银行在短时期中可以有很大的独立行动的余地；而另一些银行(例如英格兰银行)则少得多。

三、在中央银行之间存在着一种竞争，讨论会员银行时可以略而不谈。当然，在会员银行之间也有各种各样的吸引存户和保留存户的强烈竞争。可是，一般说来，这种竞争的形式不会是各银行在放款或借款时提供的竞争性利率。至少大不列颠是如此。银行间对于某种存款所给予的利率以及对于某种放款所收取的利率一般地都有一种协议或谅解存在。毫无疑问，在吸引或保留特殊客户方面还有一个竞争性的出价或削价的余地存在，这些办法一般是严守秘密的，并不对本行其他客户公开。但在它们所公布的利率之间并没有公然的竞争存在。这种情形是大有道理的：既然将款项从一家银行转到另一家银行毋需丝毫费用，于是这种竞争方式就可能使全体银行的利润大受损失。如果不是大家按规矩不用这种竞争方式的话，个别银行发现丧失了准备资金时，就可能采取出高息套取其它银行的储蓄存款或提高贷款利率把它的借款客户赶到其他银行去(后一途径有时确被采用)这等方法来保持它的地位。

不管国内金融体系的会员银行间的情形怎样，各中央银行之间为了吸引存款户或是将借款户从国内银行体系赶到其他体系的银行中去，却经常使用公布竞争性或禁止性利率的办法，这就是银行利率政策的目标之一。在不同国家的体系中，相对银行利率的变动当然不能使各该体系中广大的普通存款户或借款户轻易地转移其业务，因为它们没有那种便利条件将他们的银行业务忽然从

一个国家转移到另一个国家。可是在国际金融业务中却有很大一部分边际情形可以按其所能取得的利率顺利地从一处转移到另一处。因此,国际准备资金便有一批流动债权存在,任何一家中央银行丧失准备过多时,都可以抬价套取这笔资金。从另一方面说来,甚至是这批债权从一个国际中心转移到另一个中心,也还有某些障碍和费用存在,而在国内会员银行之间移转时则不存在;这种情况使国际间款项的流动不至对利率的差别过份敏感,并且可以防止款项流动过快或过多。这一点,正如我们在下面将要见到的(第三十六章第三节),对于国际体系的圆满运行是极为重要的。

我们现在可以约略地看到各中央银行彼此之间的相对状况和行为跟国内金融体系中的会员银行有什么不同。在短时期内,中央银行在“创造”银行货币量方面的自由裁决权比会员银行大:第一,因为它更愿变更它的准备比;第二,因为在某些情况下它的“创造物”回笼的更多而且继续回笼的时间也更长;第三,因为它可以提供竞争性的利息率来移转其本身和其他中央银行间的金融业务,把这当成正常和公开的手段来保障自己的准备资金。可是,由于中央银行在这些方面的活动余地都受着限制,假定它要保证永远能应付外国金融体系对它的到期债权,它就必须注意三点,就是:一、它的准备比,二、它的贷款政策对于收益账上的贸易余额的作用,三、它的贷款政策对于长期和短期国际借款动向的作用。

在一个封闭性的体系中,中央银行可以安然无恙地采取一种贷款政策,用以达到本身所确定的任何一种最近经济状况。可是在国际金融体系中,它就只能在狭窄的范围内短期采取这种政策。牵涉到较大的变动和较长的期限时,它的政策必然会受到所有其

它中央银行的政策的支配。如果一家中央银行改变政策的结果是按同一方向影响其它中央银行因而使它们跟着走（或者象我在上面所说的——采取“一致步调”），这就没有问题。可是除开短期的小变动以外，每家中央银行都必然要受全部中央银行“一般”政策的支配。假使我们所说的中央银行是一家规模宏大的银行，那么它在这个“一般”政策中便占有较大的分量，因之便能比小银行更多地按照它自己的意图办事。假使我们所指的中央银行打算让它的准备资金有很大的变动，这就会大大增加它使其它中央银行采取“一致步调”的影响。因为这将延长它持续执行它的独立政策的时期，并且它本身增减准备比的办法也能更多地使其它中央银行增减其准备比。甚至是小银行在短时期中独立行动的程度也会由于它对国际短期资金流入或流出这个体系是否加以阻碍而大受影响，这种阻碍的性质将于第三十六章第三段中加以讨论。

显然，国际金本位（或者任何其它国际本位）的主要作用是使各个国家取得一致行动——每个国家都必须和每个其它国家的一般行为取得一致。这种办法的优点是足以防止个别国家发生愚蠢和异常的行为，它的特点是：妨碍了各中央银行处理其本国的问题；妨碍了人们另辟途径地提出明智超乎一般的政策改进办法；而且当一般行为受着黄金总量这类的盲目力量的支配时，或者作为一个整体的各中央银行方面没有协同一致执行精心拟定的政策而是乱来时，这种做法无论在长期中还是短期中对于取得最适状态来说都将不起作用。

前面已经指出，当金本位充分施行时，信用循环便普遍具有国际性。现在我们可以看到，这是必然的事情，个别中央银行既不能

向膨胀方面走得太远，也不能向收缩方面前进得太多，除非是其他中央银行也或快或慢地向同一方向采取行动。国际金本位对于膨胀或收缩本身并未论及，它的任务是保证任何中央银行膨胀或收缩的步调都不致过份地不同于体系内其它中央银行。根据一般平均行为法则，这种办法可以避免大规模的波动，可是由于它所引起的复杂局面以及缺乏集中指导等情形，所以便滋生了中等规模的波动。

假使某些中央银行在短期内有足够的力量可以支配一般步调，而且能使其它银行随着它们所规定的步子走时，它们要是利用这种力量来搞出一些和整个国际形势不配合的国家政策的话，这种国际制度的运行状况就特别糟。因为这样就会使其它中央银行中造成一种极剧烈的不平衡局面。有人认为美国联邦储备银行体系 1929 年的行为以及法兰西银行 1930 年的行为从这种观点看来都应受到抨击。我深信，英格兰银行在十九世纪某些关键性的时期的行为也都如此。可是，我认为在批评中央银行为了本国人民的利益而行使每家中央银行都乐于享有而且乐于不受限制地自行斟酌运用的那些权力时，我们应该略加审慎。假使英格兰银行自信在 1928—29 年时有权采取宽松的信用政策来满足国内物议，它是否会为了不给美国的膨胀潜势火上添油而不这样做呢？也就是说，它是不是准备不让英国的就业人数达到最适量以便促进美国的稳定局面呢？还有，当英格兰银行在英国还未恢复金本位前数年采取通货紧缩政策时，它确信，尽早按战前平价恢复金本位是攸关大不列颠国家利益的事；我们能不能希望它因为这项政策可能使欧洲其它各国的问题转趋恶化而受到很大的影响呢？

我认为我们必须承认，利害关系可以真正有分歧；我们期望于各中央银行在国际关系方面的大公无私精神，不能远超出民族感情和本国其它政府机构的行为。

因此，在以下的几章中，我将寻求一种和各个国家的利益能适当相容的解决方案。

第三十五章　金本位——国际管理问题之二

一、黄金的贪婪

黄金被选为衡量价值的标准主要是根据传统观念而来的。在“表征货币”未发展前，由于前面多次提及的那些理由，人们很自然地要选择一种或几种金属作为最宜于保存价值或控制购买力的商品。

约在四、五千年前，文明世界已经开始确定用黄金、白银和铜铸造金镑、先令和便士，但其中白银占首要地位，铜据次要地位。迈锡尼人却把黄金放在首位。其次，在克勒特或托利安人的影响下，在欧洲和地中海北岸一带，铁曾经短时期地取代铜的地位。波斯帝国阿基米尼王朝保持了黄金和白银在规定的比价下同时并用的复本位制(直到亚历山大推翻这个王朝时为止)，这时世界上又确定使用金、银和铜，白银又一次占了首要地位。此后在一个长时期中，白银一直处于领导地位(除了在罗马的君士坦丁堡黄金的势力曾一度抬头)，其间穿插着几次不十分成功的试行金银复本位制的做法，在十八世纪和十七世纪上半叶特别如此。只是在第一次世界大战前的 50 年中，黄金取得了最后胜利，才结束了白银的这种地位。

弗罗伊德博士说，在我们下意识的深处藏有特殊原因说明为

什么黄金特别能满足强烈的本能并且可以作为一种表征。①古时埃及教士曾将这种黄色金属灌注上一种魔力，至今从未完全消失。黄金作为价值的储藏物说来，虽一直拥有热衷的追求者，可是作为购买力的唯一标准说来则几乎还是一个暴发户。到1914年时，黄金在英国取得法律上的地位还不到100年（虽然事实上取得这样的地位已经超过200年了），在其它大多数国家中还不到60年。因为除了几个短时期外，黄金一直是为量太少，不足以用作世界主要通货媒介。黄金是，而且一向是，一种非常稀少的商品。一艘现代的邮船在一次航行中便能装运七千年所淘取或采掘的黄金横渡大西洋。隔上500年或1,000年，也会发现一个新黄金来源，——十九世纪下半叶就是这样一个时期。接着金量便一时充裕起来。可是一般说来，黄金始终是不足的。

近年以来，黄金的贪婪设法披上了前所未见的尊贵外衣，甚至在两性关系或宗教领域内也是如此。至于起初披上这种外衣是否为了在鏖战而后获胜的反复本位制的斗争中作为必不可缺的甲胄，而现在仍然披着这种外衣则象拥护使用黄金的人所说的那样，因为黄金是预防不兑现纸币的灾害的唯一手段，抑或这终归是一件见不得人的弗罗伊德式的外衣，这类的问题我们无须多管闲事地去探究。可是，在我们对它的要求进行科学的以及可能公允的研

① 关于弗罗伊德对金钱爱好——特别是对黄金爱好心理的理论，可参阅他的《论文集》，第二卷，"临床论文第IV篇"；以及费伦兹著《精神分析原论》，第一卷，《黄金爱好心理的发生史》，第109及以下各页；欧内斯特·琼斯著《精神分析学论文集》，第七章《关于象征主义的理论》，和第十章。1917年琼斯博士所作的下列预言也许可以认为是心理分析法的一种成功："因此，占有和财富的观念顽梗地和'货币'以及黄金的观念连结在一起，这是有一定的心理原因的。在世界大战之后人们大概会不惜任何牺牲恢复黄金货币；那时，这种迷信态度特别会使英国付出许多代价"（见上书第172页）。

究之前，最好是先提醒一下读者他所熟知的事实：——黄金已经成为保守主义的一部分工具，而且在处理时也不可能指望不带成见。

可是，我们这一代人造成了一个巨大的变化——到最后也许是一个致命的变化。在第一次世界大战期间，人们将他们小量的积储投入国家的熔炉中。以往战争往往是使黄金分散，比如亚历山大分散波斯庙宇的藏金①以及皮查罗分散印加②的藏金就是例子。可是这次战争却是黄金集中到各中央银行的金库中去，而各中央银行并未放出黄金。因此，几乎全世界的黄金都从流通中被抽出来了。它不再转手流通了，人们贪婪的手掌也不能再接触到黄金了。钱袋、长袜和洋铁盒中那些小家神都已经被每个国家中隐藏在地下的一尊黄金偶像吞没了。黄金不见了——再一次回到了土中。可是当我们不再看到那些小家神全副黄色盔胄地在世上行走时，我们又开始为它们的存在辩解，过不了多久就不会有什么东西剩下来。

因此，漫长的"商品货币"时代终于在表征货币时代之前消逝了。黄金已不再成为铸币、贮积或财富的实体债权了；而在原先人们只要抓住这种实物，财产的价值便跑不了。此后，黄金变成了一

① 波斯帝国的金银储备据估计多达43,000,000英镑（这是迈耶所估计的数字，为安德烈亚德和其它权威所证实）。亚历山大晚期的战争正是用这些资金进行的（参阅安德烈亚德所著《亚历山大的战时财政》一文，原载《经济史期刊》，1929年7月号）；这笔巨款被解放到实际流通中来，对物价水平产生了天翻地覆的影响是无足为怪的。（当亚历山大在几年之前出发越过赫勒斯滂海峡的时候，他的金库库存还不到20,000英镑）。

② 可是，晚近汉密尔顿所作的研究（见《1503—1660年输入西班牙的美洲黄金和白银》一文，原载《经济季刊》，1929年5月号，第436页）似乎证明传说大大地夸张了从南美洲输入西班牙的黄金量。

种远为抽象的东西——仅仅成了一种衡量价值的标准，而这种名义上的地位，也只有当某一中央银行膨胀或紧缩表征货币的程度和邻行的行为不协调、因而使极小一宗黄金不时地在一群中央银行间转移时，才得以维持下来。甚至这种小宗的转移也由于不必要的运费而逐渐有些不合时宜了。有一种所谓“认权储存法”的最新办法就是转移(黄金的)所有权而不挪动地点的办法。① 这种情形无需跨进多大的一步就到了下一种安排的起始，各中央银行通过这种安排无需正式宣布黄金的作用，这种金属实际上深藏在它们的金库中，但用一种现代化的炼金术，就可以让它的数量代表多少就代表多少，也可以让它的价值代表什么就代表什么。所以，最初和它的伙伴白银象日月那样高居在天的黄金，已经首先放弃了它的神圣属性来到凡间成为一位专制君主，于是就可以进而俯就严肃的立宪君主之位，由各中央银行组成的内阁辅弼，它可能永不需要宣布成立共和国。然而，这还不能作为定论——事态的发展也许完全两样。黄金拥护者要避免发生革命的话，他们就必须极端明智和稳健才行。

二、拥护金本位的理由

在现代的条件下，按照晚近的经验看来，拥护金本位的理由如何呢?

① “认权储存法”最早的事例是罗塞尔岛的“石钱”。这种“石钱”很重，搬运困难；除此之外别无他法可作方便处理。其中最大而价值最高的一块由于运进的船只翻了船沉到海底去了。但这块“石钱”无疑是在那里的。这些文明的岛民对于把它列入他们所存有的通货之内(它的法定所有者在任何时期实际上都因此而被认为是岛上最富有的人)或对于用“认权储存法”转移其所有权都无异议。

（一）有人替黄金辩解说，它在相当长的时期里曾经很成功地维持了相当稳定的购买力。我在《货币改革论》中（第 164 及以下各页）曾经简短地讨论过而且也部分地承认了这种主张。可是这一点肯定地不是由于黄金的供应有一种固有的趋势和需求步调一致。正如我们在前面所指出的，在“表征货币”未发展之前，黄金供应量足够作为世界主要通货媒介之用的时期毕竟是很少见而且是时断时续的。如果有任何金属可以凭悠久的经历而要求这种地位时，那也必然是白银而不是黄金。黄金的近代管理规章是和“表征货币”同时发展的。金本位可以声称在第一次大战前 50 年中保持了物价水平的稳定——这并没有什么可以夸耀的地方，完全没有；肯定地说，这一点在很大程度内应当归功于黄金使用者的管理得宜。在这个期间的前半叶，世界各国都逐步采用了金本位，其速度受到黄金新供应量相对充裕程度的影响；而在后半叶时，“表征货币”迅速占上风，节约使用实际的黄金以及“表征货币”的黄金准备的办法的发展速度也同样受到黄金供应量的影响。

因此我觉得，如果认为黄金的供应具有任何特性可以使之机动地成为一种稳定的价值标准，那便是一种幻觉，除非是指它和一切耐久品所共有的特性——也就是不论任何一年的总供给量增额大概都是很少的。除此之外，黄金之所以能维持价值稳定，取决于有意识地调节需要的方面多，而取决于供应条件的方面少；已往的情形是如此，将来的情形也会继续如此。

然而，我们不妨在这里插进一些可以得到的最新资料，说明黄金供应量相对于现行办法下的世界需求量而言，现在和将来的情况如何。

基钦先生对于欧战以来黄金产量以及其在各种用途方面的分配等估计数字载于下表中。①

	单位：百万英镑（每两纯金值85先令）									
	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928
I. 产量:										
德兰士瓦	35.4	34.7	34.5	29.8	38.9	40.7	40.8	42.3	43.0	44.0
美国	12.4	10.5	10.3	9.7	10.4	10.4	9.9	9.5	9.0	9.3
加拿大	3.3	3.3	3.9	5.4	5.2	6.5	7.4	7.5	7.8	7.9
澳大利亚	5.5	4.7	3.8	3.9	3.8	3.4	2.9	2.8	2.7	2.7
其它各国	18.4	15.8	15.5	16.7	17.2	20.0	20.0	19.9	20.0	20.1
世界总产量	75.0	69.0	68.0	65.5	75.5	81.0	81.0	82.0	82.5	84.0
II. 消费量:										
工艺②	23.0	22.0	15.0	17.0	17.0	16.0	15.0	16.0	15.0	15.0
印度③	27.9	3.5	0.7	26.6	20.1	52.4	28.0	16.1	15.1	18.0
中国、埃及	11.5	−3.0	−2.2	1.2	1.5	0.2	1.3	−0.4	0.4	0.5
工艺和远东消费量	62.4	22.5	13.5	44.8	38.6	68.6	44.3	31.7	30.5	33.5
可作铸币之用的余额	12.6	46.5	54.5	20.7	36.9	12.4	36.7	50.3	52.0	50.5
世界总供应量	75.0	69.0	68.0	65.5	75.5	81.0	81.0	82.0	82.5	84.0
III. 世界金币储量: ④										
各国中央银行和政府的存量	…	…	…	1716	1769	1837	1832	1888	1960	2055
其它（包括所有流通中的黄金）	…	…	…	327	311	256	297	292	272	227
总　　计	1922	1968	2023	2043	2080	2093	2129	2180	2232	2282

① 这表取自约瑟夫·基钦最近关于黄金估计数字极有价值的统计材料（见《经济统计评论》，1929 年 5 月，第 64—67 页）。但关于 40 个国家的中央银行和政府所持有的黄金数字不包括在内，这一数字是根据《联邦准备银行公报》1929 年 6 月，第 396 页上的数字编制的。

② 美洲和欧洲。

③ 本年到下年 3 月 31 日。

④ 每年 12 月 31 日。

这些数字唯一可以訾议之处就是关于目前每年工艺用金的估计数字。基钦先生可能低估了欧战以来这方面的用金量，这项黄金的供应来自以往处于流通过程中而逐渐由持有者让出的金币。我们有理由说：以这种方式从欧洲各国，特别是从法国和俄国进入市场的潜在供应量足以使工艺方面的消耗量大于基钦先生的估计量，大概是20,000,000到25,000,000英镑，而不是15,000,000英镑。① 情形果然如此的话，那末在往后的若干年中，当上述工艺方面的供应来源不断枯竭时，可作金融用途的余额就会比基钦先生的估计数低50,000,000英镑。②

至于将来的产量，基钦先生估计未来的5年大概可以维持目前的数字；德兰士瓦新产地的增产量约可抵消旧的耗用量，因此该处的总产量将没有变化，而加拿大和俄国小量的增加又可抵消世界其他各处的降低。他预料在1940年以后将急剧下降。根据这个基础，我们就可以计算出过去和未来全世界货币黄金储量的变更如下：(单位：百万英镑)

全世界货币黄金储量		中间时期的增加数
1867年	519	
1893年	774	26年中增加255＝每年增1.5%
1918年	1,909	25年中增加1,135＝每年增3.7%
1928年	2,282	10年中增加373＝每年增1.8%
1934年	2,572	6年中增加290＝每年增2.0%

关于世界各国的一般经济发展的速度，最常见的推测是每年

---

① 伊迪教授在他的《资本、金融市场与黄金》(1929年)一书中批判了基钦在这些方面的结论。伊迪教授自己的估计数字是：1913—1928年这15年中平均每年为35,000,000英镑。但这数字可能犯了相反的错误。所有关于1913年实际流通中的金币数量的估计一定不免有发生极大错误的余地。

② 原文如此，可能为5,000,000之误。——译者

3%——我想正是卡斯尔教授自称作出了这个推测。如果这个推测大体上准确的话,①那末,假定货币办法不变,黄金的新供应量,就会不足以维持物价水平,而且在一个长时期内每年将有下降1%的趋势(积累性的下降)。可是,在我看来,这一点不能和以下的事实等量齐观:现在全世界的货币黄金有90%为各国中央银行和政府所持有,这项总额在各国之间的分配比例极不平衡,对于各国的经济活动量也不存在稳定的比例关系,下表便说明了这种情形:②

国别	1913年底银行、库存以及流通中的黄金量	各国中央银行和国库中的黄金量				
		1913年底	1919年底	1927年底	1928年底	1929年底
美国	392	266	520	818	770	800
法国	304	140	143	196	258	336
大不列颠	150	35	120	152	153	146
德国	184	57	54	92	134	112
日本	17	13	72	111	111	109
西班牙	19	19	97	103	102	102
阿根廷	59	53	69	109	125	91
意大利	55	55	41	49	55	56
荷兰	13	12	53	33	36	37
比利时	16	12	11	20	26	34
俄国(苏联)	211	162	?	20	19	31

① 统计中所载的原料生产量和贸易量看来大体上是准确的。可是如果我们把那些比这大多了的无纪录的活动包括在内的话,便会太高了。世界人口每年增加约1%。如果说人类的平均生活水准,包括亚洲和非洲在内,累进地增加为2%,那肯定是站不住脚的说法。从另一方面说来,统计所载的活动乃是和货币需求最有关系的活动。

② 录自《经济学家》,1930年2月15日号;其中的数字采自《联邦储备银行公报》和其它来源。

续表

瑞士	9	7	20	20	21	24
澳大利亚	15	4	24	22	22	18
波兰	…	…	…	12	14	16
爪哇	2	2	14	15	14	14
瑞典	6	6	15	13	13	13
奥地利和匈牙利	52	52	9	9	12	11
丹麦	4	4	13	10	9	10
南非洲	8	8	7	8	8	8
捷克斯洛伐克	…	…	…	6	7	8
挪威	2	2	8	8	8	7
其它国家	61	56	65	103	105	85
共　　计	1,579	965	1,355	1,929	2,022	2,078

每年年底各主要国家间黄金分配的百分比如下:

国　　别	1913 (a)	1913 (b)	1919	1927	1928	1929
联合王国	9.5%	3.6%	8.9%	7.9%	7.6%	7.0%
法　　国	19.5%	14.5%	10.5%	10.2%	12.7%	16.2%
德　　国	11.7%	5.9%	4.0%	4.8%	6.6%	5.4%
美　　国	24.8%	26.7%	38.4%	42.4%	38.0%	38.5%
阿 根 廷	3.7%	5.5%	5.1%	5.7%	6.2%	4.4%
日　　本	1.1%	1.3%	5.3%	5.8%	5.5%	5.2%
其他国家	29.7%	41.6%	27.8%	23.2%	23.4%	23.3%

1913: (a)银行库存以及流通中的黄金量。
(b)中央银行和国库中的黄金量。

从上列两表中可以看出世界货币黄金总量有一半在美国和法

国。而且最近三年半以来仅法国一国所吸收的量就超过全部新可用货币黄金量很远。在另一方面，从 1923 年 12 月起的六年半中，美国和英国所持有的黄金量几乎没有增减。假使我们只考虑最近的将来，比方说最近的五年，各中央银行增减准备的政策显然会成为决定性的因素。新的黄金产量是否敷用，须视美国和法国的中央金融机关的决策而定。

可是，我却不会想方设法地要让这统计的概观具有决定性意义。近代最惨的物价波动都与利润（或商品）的膨胀和紧缩有联系。这些波动间接地说来虽然也可能和实际黄金的供应量的变动有关，但直接地说来却取决于全世界各中央银行全体对于与自然利息率相对的市场利息率所采取的政策的总合效果。甚至是在有表征货币存在的情况下，物价水平上涨或下跌的长期趋势也比短期变动更加受到长期黄金供应量的影响；但与短期和中期内显著存在的利润膨胀与紧缩相比时，这种长期趋势对经济福利来说还是次要的因素。因此，国际金本位制能否站得住脚就必然要取决于应付这些波动的能力——这一问题我们将在往下几章中详加讨论。

（二）有人认为黄金能使各国杂乱无章的通货体系合乎标准。它使任何系身于国际金本位体系的政府或中央银行在自由裁决权方面受到了限制，使之在独立行动方面受到了拘束。这也许不是一个理想的制度，可是人们说：它保持了某种标准的效能，避免了剧烈变动和肆无忌惮地越轨的政策。

只要一个国家不断地依附金本位制，这种制度便有了力量。可是，经验（涉及面广，几乎没有任何例外的经验）证明，当严重压力

来临时，金本位制通常就被束之高阁了。如果说在国内实施管理本位都靠不住的政府当局，在实施国际金本位制时能靠得住，那便是一种没有根据的看法。其实人们的看法——迄今并没有事实证明还有未曾尝试过的办法——却与此相反。因为施行国家管理制不致使国内经济受到继续依附于国际金本位制的做法那样受到的强烈压力。因此，前一种情形所固有的困难和必须作出的牺牲就会比后一种情形少。

此外，即使国际金本位制能使散乱无序的国家达到标准，但它也会使先进的国家停留在其它情形下所能达到的货币管理标准之下。因此，正如我们在上文所说的，金本位制是保守主义的一部分工具。因为保守主义始终是更多地关怀使人类的制度不要从已经达到的进步程度上倒退下来，而不那么关怀促使已经可以前进的方面前进，甚至不惜"推翻"地位较弱的同胞的"思想观念"。并使那些得来不易、尚未巩固、但至少能借以保持一点点良好作风的惯例办法发生问题。

（三）然而大体上说来，我认为，国际金本位制（或仍能具有此名的科学而明智的修正办法）的说法是否能成立，要看我们对于理想的价值标准（不管它在其他方面的情形如何）应否具有国际性质这一问题的答复如何而定。因为如果我们十分强调我们的价值标准要具有国际性的话，那末在未来的许多年中要使国际间遵守一种与黄金毫无联系的本位就是完全办不到的。此外，假使我们能排除科学管理的世界本位制所遭遇的重重障碍的话，那末要使它具有一种黄金的外貌也不会增加多少困难。如果世界货币制度是由一个超国家的机构以耳听八方之聪加以管理，而这项计划中又有

一部分规定黄金在各地都不得投入实际流通，那末由于我们能随心所欲地厘定金本位的价值，于是便不论理想的价值标准是什么都能和金本位价值的形式相容了；——这一点只要那个超国家当局把黄金加以管理使之符合于理想的本位。我们对于黄金的礼敬和尊称也许会使我们在购买金矿的当前产品时每年支出一笔费用；不过这方面最坏的情形也就不过如此而已。

可是理想的本位能否肯定是国际本位呢？人们通常认为答案显然是肯定的，根本用不着多说。据我所知，除了拙著《货币改革论》第四章中有所质疑而外，任何其他地方都没有见过提出问题。人们认为国际本位为对外贸易和对外投资提供的那种便利和方便已经足够确定这一问题了，并认为缺乏国际价值标准正象关税之类的制度一样愚蠢地妨碍了国际间的流动性，这类东西由于搞错了方向，原想使个别地区获利，而实际上却使整个世界都趋于贫困了。

至于反对方面可以提出的理由，一直被一般人所忽视，我们在下一章中必须公允地加以讨论。

第三十六章　国家自主权问题
——国际管理问题之三

一、国际管理制度的进退维谷局面

我们已经看到，国家或国际性的货币管理时常呈现出一种两重性。一方面，由于货币因素数量相对于总产量而言有持久性变动，于是便使平衡物价水平产生了长期性变动，也就是使效率收益水平产生了长期性变动。另一方面，由于投资因素有暂时性的不平衡——我们曾将这种现象概括地称作信用循环——于是就环绕着平衡物价水平的长期趋势产生了若干短期变动。

就第一方面来说，国际体系中的成员必须将国内货币的长期价值和国际本位的长期价值紧密地结合起来。这一点必须作为不可避免的事情接受。我们要是相信国际本位的好处的话，也会认为这是值得欢迎的。至于第二方面，每一国家当然要尽一切可能避免暂时性的波动。当国内开始出现投资不平衡现象时，国家将不管国外的情况如何，都竭力设法遏制；而当国外发生投资不平衡现象时，则将竭力避免卷入。这样看来，由于投资不平衡并非各处同时以同一程度发生，所以一个国家体系就可能受着情势的驱使而要采取措施保持本身的投资平衡，这种措施对同一国际体系中其它会员可能是不适合的。

各会员只在这种情形下自然而然地希望保持短期独立行动的

心情引起了极大的困难。因为，正如我们已经见及的，参加一个国际体系的要素是国际平衡（就是G＝O，意指一国的对外投资贷付与它的对外贸易差额相等）要求每个会员国家银行政策应当以所有其它会员银行的一般行为作为主要标准，它本身自动独立地对于最后结果所起的作用则是轻微的。假使任何国家背离这个标准，就不可避免地会发生黄金流动。

用一种假定情况也许可以清楚地说明这种困难——即国际金融体系是完全流动性的，也就是各种国际汇兑率都是严格固定的，因此从一个国家汇款至另一个国家却毋需费用，每一国家的金融家又只追求最高利息率而完全不计较贷款地点。在这种情况下，事情很明显，世界各处的利息率必然会趋于一致。假使任何国家试图维持的利息率高于邻邦，黄金就会流入该国，最后要不是使它让步便是由于它吸收了世界上所有的黄金而使国际体系遭到了破坏。假使它试图维持一个较低的利息率，黄金就势将外流，直到它放弃了这种政策或由于丧失了它所有的黄金而退出国际体系时为止。因此，它的独立行动权的大小和本国的需求并没有关系。

然而，正如我们在前面所见到的，可能存在这样一种情况：当一个国家的利息率是由外界的形势为它决定时，它便不能在国内达到投资平衡。如果它的国外存款余额缺乏弹性而它又不能在世界利息率下把它的全部贮蓄吸收到新的投资中去，这种情况便将发生；甚至在它的国外存款余额有弹性，如果它生产成本中的货币成本粘滞难动时，这种情况也有发生的可能。此外，还有各式各样其它理由说明为什么维持本国的日常投资平衡时可能要使当地的利息率和国际利息率发生一些距离。

这就是国际金融体系中的一种进退维谷的现象——一方面要根据国际本位保持国际体系中各会员国货币稳定性的优点，同时又要保持每个会员国对于国内利息率和对外投资贷付量方面的充分自主权。

我想，某些主张在大战后普遍恢复金本位的人并没有充分预见到各国是怎样迫切地要求自主权和独立行动。他们想道：一种货币的自动稳定将通过每个会员国家自觉自愿地或实际上出于被迫地同意根据整个体系中的一般行为来控制自己的行为，就可以达到一种自发的稳定性。从这种观点来看，在金本位的理想运行状况中永不会有黄金流动的必要（按照适当的比例分配新产的黄金不在此例）。因为，假使每一中央银行能放弃它的独立行动权到一种程度，以致同意始终用一种方式调整其信用政策，使其金库中的黄金不致大量流入或流出，这时就能得到最大限度的自发稳定。假使每一家中央银行能使（或让）黄金流入或流出尽量影响它的信用条件，也就是使它按照情况驱助银行利率上升或下降到转变黄金动向所必须的程度，则上述效果就可实际充分达到。

假如美国联邦储备银行总裁斯特朗于1927年在国会的物价稳定委员会中作证时曾说：

"到了相当时期，当原有金本位国家恢复金本位的做法使世界各处的物价受到影响时，以及银行准备因此而重行调整时，我认为势将采取一种极重要的步骤使物价趋于稳定。①……欧战后，国际间不存在黄金的自由流动。在这样的情况下，就不能指望达到那种由于调整国内和世界物价而或多或少地获得的自发稳定。当我们没有恢复黄金的自发流动，从而影响银行准备，并使准备的丧失自发产生的反响发生作用时，我

① 见《物价稳定委员会报告书》第306页。

认为我们就不能从联邦储备系统中得到那个时期来到以后所能获得的圆满结果①……当我们能象前些年那样处理这些事情的时候来临时，我深信许多须要运用目前形势下所必需的管理措施的事都将消失。情形将具有更多的自发性。我们将无须象现在这样倚靠我们的判断力，而能更多地倚靠自然的力量以及其对物价的作用；这种作用我已经粗略而不充分地叙述过了。"②

米勒博士在同一场合下作证时，背景也许就是同一种原理和同一类期望。

"金本位的意义不止是在合法的方式下用黄金收回国家发出的货币和信用。在我看来，金本位意味着一种方法，其作用是在彼此间存在着适当配合关系的金本位集团的各国之中发生调节和保持平衡的影响，以便维持物价水平、信用条件和货币状况。对我来说，金本位意味着一系列的办法或一整套程序。它从未用公式表达出来，从未被人们有意识地想出来，也不是任何人发明的。这是世界上各大商业国的经验的产物，而不仅只是用黄金赎回各种债务的办法。"③

人们正是基于以上关于国际金本位应有意义的假定才常指责美国或法国，说它们近来完全为了本国和本地而采取一种信用政策，吸引黄金大量流入其金库而不使之对其政策有大大更动的作用，这样便是破坏了"金本位游戏"的规则。然而，如果指望这些国家为了实行一种更加适合于某些其它国家的信用政策而自动牺牲它们认为属于自有的利益，那便未免希望过奢。因此，在下文中我将说明，解决这个困难的方法不是提出这些要求，而是安排出一种折衷办法，使国际金本位的严格遵行在正规与合法的方式下和适度的对外投资贷付额国家自主权结合起来。往下我们将集中达到

① 见《物价稳定委员会报告书》第378页。

② 同上书第379页。

③ 同上书第693页。

这一目标，其中的细节应由各国自行拟定。

二、调节对外投资贷付率的方法

我在上节所提出的那种进退维谷的局面也许只有对大不列颠说来才是新奇的。在十九世纪后半叶，伦敦对全世界信用状况的影响是极占优势的，以致英格兰银行几乎可以自命为国际管弦乐队的指挥。如果修改贷款条件，并打算变动它的黄金贮备量，而其他中央银行又不打算变更，那么它便能在很大的限度内决定其他地方所通行的信用条件。

这种发号施令的权力加上我们在第二十一章中所研究的这个时期的某些其他特征，大不列颠便能以在对外投资贷付方面采取某种程度的自由放任主义，而其他各国则不能仿效而行。因此，对它来说，严重发生这种进退维谷的局面的情形是很少见的，——少到足以使它能把这种局面当成一般政策问题而置之不问。的确，它的经济学家无论是就本国或其它国家说来都几乎没有觉出有这种现象存在。他们并不认为它的自由放任主义实际所获成就是由于它一时的特殊地位而来的，而认为是由于放任主义本身具有无以复加的价值。至于其它国家未能仿效而行的问题，被认为说明了它们的持政之道低劣，正象它们对保护关税的成见一样。

但不幸的是目前这种地位已经大大改观了。美国建立联邦储备制度已经成功，并利用其迅速增长的财富使之从一个债务国变为一个债权国，同时其所积累的黄金也占世界黄金贮存量的一大部分。大不列颠原先非常慷慨大度，并乐意作出牺牲以促进战后欧洲的平稳（这也是为了满足它以富骄人的心理），结果却使法国

和美国成了战争所引起的金融交往的主要债权国，而它本身则完全被排挤掉了，虽然在欧战期间它的金融活动还是最巨大的。即使伦敦仍旧是世界上最有势力的金融中心，即使大不列颠所拥有的可作国际新投资之用的余额仍旧（我所指的是1929年）等于包括美国在内的任何其他国家的一倍半，可是它在影响全世界信用状况方面的相对地位却必然会不如往昔了。

因此，它现在也必须要来面对这种进退维谷的局面了。此外，它在恢复金本位时的状况是：当时按黄金计算的收入水平与其它国家按照各自恢复金本位时所规定的条件来计算的黄金收入水平失去了平衡，这种轻率的举动使它所遇到的这种两难局面一时极为严重，其程度比所有有关国家在若干年继续不断的维持同一国际本位时可能发生的情形要严重得多。

然而它在这类问题方面的传统自由放任主义信念以及它的金融机构的固有形式都使它极难于面临这种局势。伦敦商业中心的心情充满了旧式金融周刊上至今仍可看到的那种头脑简单的原理，大意是认为对外投资贷付几乎可以自发地在对外贸易余额上产生一笔相应的增益。

现在让我们讨论一下：当一个国家由于依附一种国际货币本位而过份地影响了国内的平衡，以致使其对外投资贷付（或借收）产生了变动，使利率发生波动时，究竟有哪些方法可以防止。可是，在这之前，让我重新说明一下这个问题的性质。

国际货币本位由于可以减少费用和风险至最低限度，所以便大大地便利了一个国家和另一个国家之间的款项借贷。在近代时期资本家以流动的形式存储着大量的准备，一个金融中心相对于

另一个金融中心而言,利息率只要发生较小的变动,就可以使大宗贷款从一处转向另一处。也就是说,对外投资贷付量对于微小的变动是高度敏感的。在另一方面,对外贸易余额则决不如此敏感。一个国家纵使是剧烈削减物价也不容易突然缩减其进口量和突然扩大它的市场,高额保护关税的盛行更加重了这种困难。所以,要想在对外贸易余额中引起一种变动大到足以平衡对外投资贷付中的变动,实际上是办不到的。后者甚至只要有一个极小的刺激就可以引起。对外投资贷付的这种高度短期流动性和对外贸易的低度短期流动性结合起来,便意味着:没有采取步骤应付前者时,国内利息率与国际利息率甚至只要暂时小有差额,就可能发生危险。在这种情形下,奉行任何一种国际本位都会使中央银行应付国内局势,以便保持国内经济稳定和最适就业量的权力充分受到限制。

这个问题对债务国和债权国说来出现的方式不同。对前者比对后者更为严重,更棘手。因为在紧急状态下,减少贷款当然比增加借款更容易办到。的确,当一个债务国面临危机时,其结果十之八九是临时放弃国际本位。到目前为止,在这个为数不多的"十分之一"的情况中印度便是其中之一,它度过了许多难关,这部分地是由于伦敦的印度事务局的官方地位所给予的方便,而部分地则由于它设立了一宗巨额的国外准备,公开宣布其目的在于应付国外借方余额和国外借款之间的短期差额。可是,在下面我们基本上将从债权国的观点来研究这个问题。

可能的补救办法可以分成两类:一、官方用以抵消市场活动的办法;二、官方用以影响市场所活动的办法。

(一)第一类包括中央银行以其对外国流动资金的支配权来

加强自己的地位的各种方法；如此加强地位以后，就可以大规模地变更这些资源的数量，从而抵消市场上短期与长期对外投资贷付率的不利变动。这些方法是：

1．保持大大超过法定最低额的黄金准备，而且愿意让这种超额准备出现大幅度的变动。正如我们已经见到的，大多数的中央银行由于法律的限制而封存的黄金贮存量的确太多了。因此，可以自由支配的部分便不足了；而且许多中央银行甚至还一点也不乐意使用这个自由支配的部分。到现在为止，唯一充分地利用了这项权宜手段（即放手利用这项大宗超额准备）的机构，是美国的联邦储备局——这对于它国内经济的稳定产生了极大的好处。由于可以得到的黄金并不足以使所有的中央银行都将它们自由支配的贮存量增加到大大超过目前法定额的程度，所以在这方面便没法得到一个全面的补救办法，除非是普遍降低法定额。我们在第三十三章中已经讨论过这个问题。也许有充分的理由要保持某一数量的黄金作为一种最后的手段。可是实际封存量的决定大概并不是细心地计算需要所得到的结果，而是考虑潮流和威信所得到的结果。我们需要潮流的决定者（并非别人而恰是采取一致步调的各中央银行本身以及它们的政府）发布一项命令将目前的法定黄金准备额规定降低。

2．在国外金融中心保持大宗流动余额，例如利用黄金外汇管理就是一个办法；而且愿意让这些余额出现大幅度的变动。事实上这种方法目前已大规模运用，其中某些方面在上面第三十章第五节中我们已经讨论过了。

3．和其他中央银行商订透支通融办法。当大不列颠恢复金

本位时，曾采取了这种方法，和纽约摩根银公司以及纽约联邦储备银行商订了为期两年的通融办法。其它国家在类似情况下也作过相应的安排。这项资金往往是不公开的。可是除了在非常例外的情况下，中央银行大概都迟疑而不愿利用这笔款项。

4．各中央银行与“国际银行”商订借贷款项的协定。这在将来也许有很大的希望。我将在下面第三十八章中再回到这个问题上来。

（二）第二类包括中央银行可以用以影响市场，使之按照其愿望与政策调节对外投资贷付净率的方法：

1．一个国家中经确认的证券市场组织显然必须适应其对外投资贷付的正常能力。在稳定的局势下，经过一个演进过程便可以达到这种状况。可是在发生变动时，就会插进一个失调的时期。目前的伦敦证券市场也许过份偏向于外国证券的发行——这是由于大规模发行公司过去的经验和关系以及保险公司和投资信托公司等资力雄厚的职业投资者的习惯所造成的结果；因此，相对于大不列颠目前的国外余额来说，对外投资贷付量便偏于过大。从另一方面说来，美国的情形却相反，法国尤其如此，这一部分是由于第一次世界大战前它在国外投资方面有不幸的经历，另一部分则是由于在法郎崩溃期间它有意地禁止在国外投资的结果。因为在决定贷付怎样支配时，习惯与组织是有很大作用的，甚至和内在本质一样大。

2．在目前高额直接税的条件下，国内和国外有价证券的相对吸引力可能大大地受到差别税则的影响。这在法国起了重大的作用。大不列颠也许需要用它来作为一种平衡力，以便抵消目前

在习惯和组织中所存在的对国外证券的偏向。

同时可能还需要用它来作为另一种倾向的平衡力。对于国外投资采取自由放任主义，意味着除开风险等问题之外，各地的净利率会趋向于同一水平。这样一来，在各国中同等效率的劳动量必须和等量额资本相结合。其结果是各地劳动的边际效用势将相同，从而使劳动所分得的产品份额也相同。由此可知，投资贷付额在国际间如果是流动的，而风险又相同，那么各地的效能工资水平便一定会趋于一致。否则效能工资较高的国家对外投资贷付额就将超出它的对外贸易余额，于是就需要用“紧缩利润”的办法来保持它的黄金贮量，直到失业的压力使“所得紧缩”随之发生而终于将工资水平降低到和其他各处一样时为止。这便意味着在一个古老的国家中，除非是投资者对于对外投资贷付的出路，真真假假的风险，以及这方面的差别税则等等不熟习，因而拖住了对外投资贷付，否则该国的工人便无法以超过世界其他各地的工资直接获得该国大量累积资本的利益。无限制的对外投资贷付可能导致国家财富迅速增长，可是这一点却是由于推迟了国内工人以较高的工资享受这种日益扩大的资本积累的利益而得来的。十九世纪的哲学常常认为未来总比现在好。可是近代社会则更倾向于要求有权自行决定究竟在什么程度内服从这一克己的原理。

(3) 以上所讨论的两个因素是长期性的。可是对于解决本章所讨论的主要问题说来，更重要的方法却是逐日调整对外投资贷付率的办法。因此，我便对这方面提出两项建议：

(4) 首先是控制长期对外投资贷付率（即投资者所持有的那类外国证券的购买率）。就外国新证券在国内市场中公开发行这

方面来说，主要的贷付国已经有了正式或非正式的控制。在法国，由财政部和外交部施行的官方控制近年来是非常紧的，以致加上惩诫性的赋税以后便完全扼杀了新证券发行的市场；现在有人在提议放松这种控制。美国目前已有一种成例，任何外国新证券在市场出售之前，需要取得财政部的默许。至于伦敦方面，英格兰银行在欧战后曾有若干次（我不知道战前是否有过这种事情）不借助于立法，而只运用其对发行公司的权力，便有效地禁止了外国新债券的公开发行。这些禁令在当时几乎使对外投资贷付完全陷于停顿。除此之外还逐渐形成了一种成规，即新外国证券，不论多少都必须事前按例征询英格兰银行的意见，该行则利用这种机会来调节其提供率。

这种非正式的方法在它自己的运用范围内是十分有效的，——也就是说，在调节伦敦市场上公开出售的外国证券的提供率方面是十分有效的。可是，这方法对于调节大不列颠的全部对外投资贷付额这一更广泛和更重要的目的来说，却不受人欢迎，而且也不能完全生效。原因是它不适用于公众或投资公司在外国证券交易所（特别是华尔街的交易所）购买从来没有在伦敦发行过的证券。近来实际的经验证明，纽约发行的大量外国债券或早或晚地都被伦敦方面购买过来了。事情很明显，这种禁令无论是全面的或局部的，都只有使证券的购买转入其它途径，对施行禁令的金融中心是不利的——因为金融商人丧失了宝贵的发行利润而本国的财政部也失去了发行和过户印花税的宝贵收入。

人们有充分理由对这些结果表示不满，这种情绪和放任主义的传统携起手来完全反对控制的机制。可是我认为，使这控制方

法变得完整比放弃它更为明智。我认为这一点可以用下述方法达到：规定以后外国债券(指外国政府与公共当局以及未经注册为不列颠公司的那些公司或股份有限公司的定息证券)，除事先经英格兰银行核准[①]外，不得在任何证券交易所买卖；英国人执有未经英格兰银行认可的证券时应在这项证券的收入中每英镑附加2先令的所得税。这项税收纵使完全不谈增强英格兰银行对于对外投资贷付率的控制力问题，光只说补救国外购买的债券逃避印花税的问题，也完全是有理由存在的。因为英国人在纽约购买的外国债券而竟能逃避在伦敦进行类似交易时所应交纳的税，的确是一种反常现象。

其次是控制短期对外投资贷付的办法。这当然始终是一项头等重要的事情。可是这方面现在却出现了一个比以往远为困难的问题。首先，目前已有两个地位相等的国际短期资金借货中心——伦敦、纽约，不再是由伦敦独占鳌头了，因此在这两个中心之间就经常可能出现大量的流动。第二，人们推断国际短期借款市场的性质已经发生了变化。今天的国际(金融)中心，不管是伦敦或是纽约，对于世界其它各地来说至少既是债务人，更是债权人，是债权人的可能性更大。我想，甚至在十九世纪时，伦敦在这方面的状况也比我们当时所听信的情形更为平衡。伦敦所使用的外国短期资金量对英国所持有的非纯粹英国贸易的英镑汇票量比起来，亏绌并不太多。今天，国际短期资金市场肯定是外商愿保持流动状态的资金的金库。它通过外商承兑票据也形成为外商短期借款资金的来源，但前一方面的规模远比后一方面大。因此，这个市

① 对于所提供的证券的性质这种核准自然没有表示任何看法。

场大大地受制于外国顾客的主动意向情形要看他们究竟是愿意交换长期资产、还是交换短期资产与黄金、抑或是在一个国际中心与另一个国际中心之间进行交换而定。这种银行业务要求经营的人既愿意而又有才能看到他们的黄金贮量和其它流动准备不时发生巨大的变动。据我看来，那些经营这项银行业务的人也会看到适当的办法是，尽量把这项业务和国内工商业业务的经营分开。

第三，国际短期贷款资金的规模已大大扩充。关于这一点我们并没准确的统计。可是，我估计在1929年末，其量值不会少于1,000,000,000英镑；其中600,000,000英镑在纽约，300,000,000英镑在伦敦，100,000,000英镑散在它处。当然，其中有相当大的重复部分。也就是说，甲国在乙国之内存有余额，同时乙国又有余额存在甲国。只有美国已试行编制全国的短期贷款总额和净额情况的统计。美国商务部(雷·霍尔编《商情公报》第698期)所发表的结果十分有启发性，值得重录如下：

“外国人”欠“美国人”的账目①

单位：1,000美元

	1928年12月31日	1929年12月31日
美国存在外国人手中的存款	198,588	189,140
美国银行承兑外商开出的未到期汇票的负债	518,822	768,942
外国人的透支	255,373	202,348
其它短期贷款和垫款	318,762	285,460
美国在外国金融市场提供的短期资金	24,077	37,357
国外所欠短期资金总额	1,305,622	1,483,847

① 美国银行的国外支行算为“外国人”；外国银行的美国支行则算为“美国人”。

“美国人”欠“外国人”的账目

单位:1,000美元

	1928年12月31日	1929年12月31日
外国在美国的存款	1,580,481	1,652,858
美国人所开由外国承兑和贴现的未到期汇票	93,356	72,238
外国投入美国市场的资金转入美国承兑汇票的款项	564,601	891,132
外国投入美国市场的资金转入经纪人借款的款项	332,888	270,627
外国投入美国市场的资金转入财政部库券的款项	166,319	61,827
外国投入美国市场的资金转入其它短期借款的款项	12,176	8,817
美国银行待收、未经贴现的外国开发的承兑汇票①	99,247	104,938
其它	47,152	24,844
欠外国人的短期资金总额	2,896,220	3,087,281
银行帐上欠“外国人”的短期债务的净额	1,590,598	1,603,434

显然，比方说纽约金融市场总债务如果有10%转入外国人手中时，对支付者和收入者双方来说都是一项惊人的大事。相对于国外余额中任何可能发生的短期变动说来都是一项庞大的绝对数字。可是如果短期资金的移动不能由有关国家的对外贸易余额中的相应变动抵消时，那么利率就必须定得使这些流动不过大，以致不能由其他长短期资金或黄金等的相对流动所抵消。然而很可能这些力量结合起来所决定的利率并不一定是保持国内工业平衡的最适宜的利率。

就大不列颠来说，似乎有必要施行两项改革：第一，必须按照上述美国表报的方式按月编制伦敦的国际银行业务情况的量值和

① 一个改正记录，抵消了表中关于“外国人欠美国人的款项”的第二项数字。

流动方面的准确情报。目前，没有人能知道伦敦的国外短期负债的净额或总额，也不知道这两种数额究竟是在增长还是在降低。然而，缺乏这种情报，英格兰银行就不可能有效地掌握它的银行利率政策以及它的公开市场营业。严格地说来，这就完全象一个在全国有分支机构营业的总行对于其存款总额或增减状况不具有正规资料来源而去处理它的政策和维持它的准备一样。

第二项改革是制订一些方法，使伦敦的国际存款业务以及其控制方法在某种程度上能与不列颠工商业方面的国内业务分开；这样一来为调节前者而提出的每一种条件的变动便不一定会充分地对适用于后者的信贷要价条件发生作用。这方面存在着一个极难解决的技术问题。贷款就象流水一样——它可以作种种用途，但自身却没有作划分；可能从裂缝中漏出去，而无怨无尤地使整个园地里的水求得自己的水平面，除非是园地的各部分都弄得滴水不漏；而要弄得滴水不漏，在信贷方面却是办不到的。但我有一项建议，并自以为很重要，值得单用一段话来讨论。

三、现金输送点的意义

我们已经看到，如果汇率绝对固定，使一国的货币兑换为另一国的货币时无需任何费用，则两国类型相同而安全性又据信相等的放款就必然会通行完全相同的利率。如果这种情况普遍地存在于所有国家之间的话，那么只要任何地方的借贷条件一有变动，便都会在其它各处反映为银行利率和债券利率的变动。也就是说，每一阵风都会毫无阻挠地传播到全世界。风力分散在一个大区域时，当然没有集中在一个小区域时那样大。但从另一方面说来，假

使多数国家都建立起效力或大或小的屏风，那么任何没有遮拦的国家，除非它相对于其他各地而言幅员很大，否则，就会经常不断地发生不稳定的情况。

因此，假定一个国家采取了国际本位，问题还在于它究竟愿意国际化到怎样的程度，也就是对每一个国际上的变动愿意敏感到什么程度。我们现在必须考虑的办法显然是在切实遵守国际本位不予背离的条件下怎样抑制这种敏感性。

用某一种货币所放的贷款和用另一种货币所放的贷款不会相同，甚至两者在大体上都符合于同一个国际本位时也是这样，除非这两种通货兑换时无需费用，而兑换率事先又确实知道。如果这两种货币的兑换情况中有费用或者有怀疑存在，那么用第一种货币放款的利率便可能发生变动，其范围决定于费用的多寡和怀疑的深浅，和用第二种货币放款的利率无关。一种货币兑换成另一种货币的条件同往后反过来兑换的条件之间可能存在的差距决定于国际汇兑术语中所谓的现金输送点之间的差距。现金输送点之间的差距愈大，则一国的对外投资贷付率对于外界短期变动的敏感性愈小。

因此，现金输送点相距的程度在管理一国的货币的问题中是一个关键性的因素，并且是应当深思熟虑而后决定的问题。然而这个问题至今还未曾作过这样的处理，只是受着某些历来沿袭的因素和某些完全偶然的因素所支配；然而毫无疑问，在漫长的时期中已经有了经验的“适者生存”的现象。

关于使短期对外投资贷付失去敏感的问题有一种最有效的方法是使两种货币间未来的汇兑条件存在着怀疑的因素。这是欧战

前几十年中法兰西银行的一种传统方法。五法郎银币始终是一种法偿货币，可是法兰西银行并不保证其永远按照法定平价与黄金兑换。要使这方法发生效力，并无须经常运用这种变价的威胁甚至完全不用都可以。只要有这种威胁存在，便足以阻止套汇者进行活动，他们主要关怀的就是肯定性和狭窄的变化边际。在法国以外的许多其他欧洲国家中，由于这种或那种理由，[①]关于在各种情势下能否自由取得黄金以供出口的问题一向是存在着疑问的。而在美国则没有中央银行这一事实也使气氛中加上了一种不肯定的因素。甚至在欧战后恢复了金本位时，还有若干国家用种种方法来防止自己承担收回纸币的义务，因为黄金的性质太绝对了。

当然大不列颠却从未用过这种防止办法[②]（战时和战后黄金兑换暂时停止的时期除外）；美国在联邦储备制度建立之后也从未用过这种方法。这两个国家并不依靠"怀疑"的因素而完全依靠"费用"因素；然而必须补充说明的是：在所有其它国家中，费用因素也存在，以便增加防止作用。在下文中我将用大不列颠作为典型来说明，大多数其他国家在原则上是一样，只是数量上有差别而已。

费用因素是由众所周知的两个因素组成的。第一个因素是英格兰银行黄金买进和卖出的差价，[③]——也就是英格兰银行的纸币—黄金兑换率和黄金—纸币兑换率之间的差额。从历史上来看，这种差额的基础是用纸币立即换得黄金，比拿着黄金送到造币厂

---

① 即中央银行用轻分量的金币偿付法定义务的可能。

② 关于英格兰银行以纯金或以标准金支付的自由选择问题将在下文中讨论。

③ 要求得变动的最大限度还须加上受汇国所取的费用。

去等待铸币更加方便和经济多少。在欧战前，实行的差额事实上是由这种“方便”的真正程度决定的，因为黄金持有者可以按照英格兰银行的牌价将黄金卖给该行也可以将黄金送到造币厂去等待铸币。可是 1928 年的通货法案取消了这种选择权，而英格兰银行的黄金买进和卖出价格的精确差额（也就是每两黄金卖价 3 英镑 17 先令 $10^1/_2$ 便士和买价 3 英镑 17 先令 9 便士两者之间的差数，等于 0.16%）就成了一种历史的遗迹。①

第二个因素是指黄金转运时的运费、保险费、利息损失等实际费用。这项费用的数目是变化的，原因不仅是运送地点有近有远，而且利率、保险费以及不同的运输工具所需的时间等都各有差别。可是总算起来，在现代条件下，第二个因素所包括的费用趋于减少。② 例如，在伦敦与纽约之间，美元对英镑的最高与最低汇率间的最大变动量约为 0.75%。另一方面，伦敦和巴黎间的这项变动就显然小多了。③ 可是就印度来说，我在欧战前曾计算过，差距将近 $1^1/_2$%。④总的说来，各国双边差距的最大限度自 $^1/_2$% 至 $1^1/_2$%

---

① 1929 年英格兰银行恢复了一项一直实行到 1912 年的措施，即在该行特别急于取得黄金时付与高于法定最低价的价格。

② 与此有关的某些有趣的计算数字已由 P. 艾因齐格博士在 1927 年 3 月份、1927 年9月份和 1928 年 12 月份的《经济学报》所载的论文中发表。艾因齐格博士指出，由于运用航空运输，现金输送点差距正在缩小。最新的计算数字见艾因齐格博士所著的《国际黄金流动》一书的附录一。例如，1913 年美金对英镑的现金输送点为 4.89 元和 4.8509 元，即 0.81%；1925 年扩大为 4.8949 元和 4.8491 元，即 0.96%；1928 年又缩小为 4.8884 元和 4.8515 元，即 0.76%。如果利率降为 3%（上文假设的是 5%），则现金输送点的差额会缩小为 0.7%。

③ 伦敦和阿姆斯特丹之间的差距约为 0.8%，伦敦和柏林之间约为 0.7%，伦敦和巴黎之间约为 0.5%（利率均按 5 厘计算），参阅艾因齐格前书。

④ 关于这一点在印度的特殊情形中的详细探讨，可参阅拙著《印度的通货与财政》，第五章。

不等。

这些都是最大的变动限度，然而“期货外汇”的组织却使借款人能在先期三月的货币划汇条件上得到更大的好处。[1] 可是，甚至在最有利的形势下，也会有一些费用或者要冒一些风险，一种货币的持有者用另一种货币放款时，要计算这项交易能不能产生利润，便都必须考虑这些因素。由于某一方向的交易的压力驱使汇率趋近于两个现金输送点中的一点，于是在同一方向下进一步进行交易中的未来费用就会增加。

为了说明这一点，让我们假定预期费用为0.5%。就长期贷款而言，在扣除两种货币的汇兑费用后，并不致显著地影响到所能获得的净利率。例如，在一笔为期 10 年的贷款中，费用因素每年只不过减低所能获得的利率 0.05%。可是，就短期贷款来说，情况便大不相同了。例如，在一笔为期三月的贷款中，根据上述的假设，汇兑费用每年势将减低所能获得的利率 2%。

因此，如果当时的汇率不能维持一个长时期的话，这个因素便足以使两种货币间所分别获得的利率发生很大的差别。例如，假定美元对英镑的汇价达到了英镑的现金输出点，那么伦敦同类贷款的利率高于纽约时，便会将贷付款项从纽约吸引到伦敦来，因为从纽约汇往伦敦的贷款在任何未来的日期调回时都可以肯定不会受到汇兑损失。这就是说，美元对英镑的汇价可以始终保持在英镑的现金输出点之上，同时由于伦敦保持着高于纽约的利率，于是黄金从伦敦流向纽约的动态便被防止了。当然，相反方向的情形也

---

① 拙著《货币改革论》一书，第三章第四节中，详细叙述了“期货外汇”市场的机制，并且分析了决定汇率牌价的因素。

是这样。从另一方面说来如果汇率处于两个现金输送点之间，则无须使两个金融中心的利率相等，然而这种不相等的情形仍然不能超出一定的限度。例如，假定两个现金输送点之间相距0.75%，而汇价又处于英镑的现金输出点上时，那么纽约的三月贷款的利率便可以料想得到会比伦敦高出年息三厘；而当汇价处于美元的现金输出点上时，伦敦的三月利率也同样料想得到会比纽约高出年息三厘。然而数学期望值，或三个月后汇回款项大概需要的费用，很少或从来没有达到过最大值。市场上对这种可能情形的估计表现在“期货外汇”的牌价上，因此在平衡状态下情形就是：

按伦敦利率计算的三个月利息加上(或减去)远期美元贴现(或溢价)的补偿金＝按照纽约利率计算的三个月利息。

因此，假定两个现金输送点之间的距离相当大的话，那么两个中心的短期利率间所能存在的差额边际便也较大，不过始终要假定金融市场不能指望这种差额边际长期维持。所以，正是这个距离，保护了一国的金融市场，使之不致于当其他国家金融市场一有风波时就被弄得一团糟。

从这一点就可以推论出，这一差距的大小对于一个国家内部经济的稳定说来是一个极其重要的问题。这样说来，人们也许会认为，经过细心考虑之后，这一差距量就可以定得安全可靠。可是迄今的情况并非如此。此外，差距量又可能被使用空运方法或银行愿意放弃运送时期的黄金利息等因素而被推翻。

我相信这方面还有余地可以作一个确属重要的改革。① 我建

① 下面的建议和拙著《货币改革论》第189—191页中所提出的建议原则上大致相同。

议，中央银行按规定应当遵守的黄金买卖价格之间的差额应比以前大（比方说大2%），在两个现金输送点之间不论黄金运输的实际费用如何都至少将有这种差额（求得这种差额时，必须将这种费用的2倍加到上述的2%之中）。但中央银行如果希望促进黄金流入或流出的话，在任何时候都可以在法定范围内自由挂出较接近的牌价。此外，中央银行遇必要时，还要能在两个现金输送点以及国内外相对利率所形成限制范围内，控制期货外汇对现货外汇的贴水或溢价；这样一来国内的短期借款利率和国外的类似利率就可以暂时地在限制范围内处于中央银行认为适宜的关系上。

这项改革的目的是使中央银行能防止国内的信用组织受国外那种完全临时性的波动的冲击，而长期平衡的法则则依然不变。让我们举出一个可以运用这建议中的措施的例子来看看。1928年秋美国本国的情况使联邦储备局确信，为了取得企业的稳定，必须将短期放款的利率提高；可是不列颠本国的情况则恰恰与此相反，英格兰银行急于要把利率尽量降低。联邦储备局希望它的高额利率不会把大不列颠的黄金吸引过去；因为要是发生这种情况，就会使联邦储备局的努力归于失败。英格兰银行也不愿在本国推行高利率（可能被迫如此），以便防止黄金外流。这种情况便可以用上述办法来处理，联邦储备银行可将黄金收买价格降低到更接近于法定最低点的数字，而英格兰银行则可将黄金出售价格提高到更接近于法定最高点的水平。[①] 如果中央银行也有上面建议的那

① 由于缺乏这种规定，英格兰银行于1929年年中便采用了一项不能令人满意的权宜措施，在道义上对银行和金融机构施加压力，使之放弃由输出黄金所能获得的微小利润。

种办法,影响期货外汇率，那么这类汇率势将随之而相应地变动。这样就可以让两个中心暂时维持两种显著不同的短期贷款利率。这种差别当然不能容许长期存在，因为容许差额存在的是两个现金输送点间短期内发生变动的预期或可能性。因此，长期对纽约有利的利率差额将使美元对英镑的汇价达到相当于英格兰银行法定黄金最高售价的现金输送点,从而使黄金外流。

因此我打算为各中央银行提供一柄三叉戟① 来控制短期对外投资贷付率——即控制他们的银行利率、期货外汇率以及黄金买卖价格(在法定现金输送点的界限内)。在我的想法中，它们不但要按周制定它们的官定贴现率，也要规定它们准备在一两个首要的国外中心买卖期汇的条件以及在现金输送点范围内买卖黄金的条件。这将使各中央银行在短期方面的情形，和它们觉得自身能经受较大的黄金贮量变动而不至发生问题时的情形相同。还有一点必须特别注意的是：由于中央银行根据市场流行的现汇率适当地厘定了期汇率之后，实际上便能对本国和外国短期资金规定出差别利率。

在当前的局势存在着反常状况，而中央银行又受着本质的驱使而力图扩大现金输送点的差距方面的情形，可以用 1929—1930 年间当本书正在付印时所发生的两个事件来说明。

读者大概已经看出现金输送点之间的距离在两个地理上邻近的国家间比在两个相距较远的国家间要小。从此可以推论出，巴

① 据希腊神话传说,海神波赛顿有一柄三叉戟,具有三种用途，第一是作为海神的鱼叉，第二是作为赶马神的棒，第三是作为赶牛神的棒。这里借喻文中所提办法的三种作用。——译者

黎和伦敦间的现金输送点的距离特别小。因此，除非英镑汇率远高于其在纽约的平价，那么当法国准备输入黄金时，伦敦方面达到输往巴黎的现金输出点的时间就会比纽约早。所以，仅仅是因为伦敦和巴黎离得近，就会使它所担负的法国短期黄金需求的负担比纽约重。在这种情况的压力下，英格兰银行和法兰西银行在现行法律条条的范围内得到了一种迂回的办法，使纽约往巴黎输送黄金的费用和伦敦往巴黎输送的费用更接近。英格兰银行运用其法定权力，只出售本位黄金而法兰西银行则运用其法定权力只接受纯金。这样就增加了精炼费用以及由此而来的稽延，而实际上便扩大了输金点之间的距离，同时他们还想出办法减少纽约往巴黎输送黄金期间的利息损失。其结果是无须变更两个中心相对短期贷款利率就能使黄金输出从不愿输出的伦敦转移到愿意输出的纽约；不这样做的话，就会需要这种利率变动，因为这是英镑对美元汇的价朝着纽约往伦敦的现金输出点移动时必然会随之出现的现象。这对于我在主张经常运用的方法说来，就是一个极好的例证；可是，在上述事例中，运用这种方法的可能性竟要决定于有关两国现行法令上的一种偶有特点，这未免有些不合情理。①

另一个最近的事例出现在加拿大。加拿大和美国之间的现金输送点，——正象上述的情形一样，由于地理上接近，差距特别小。其结果是：两国之间常常由于暂时的因素而发生黄金流动。1929年9月，由于加拿大的小麦出口迟缓，而华尔街短期贷款利率又高

① 这一事件的技术细节已由艾因齐格博士在《经济学报》1930年9月号中加以叙述。由于某些中央银行（如德国国家银行）愿意接受标准黄金而付出纯金（获得通常买卖价格之间的赚头），法郎——英镑汇率变动的理论范围，便暂由通过第三国家的三边交易的费用决定。

涨，这两个原因结合起来便导致了加拿大黄金外流的倾向，其规模大得不相宜。那种局势当时是这样应付的：加拿大财政部长和十家特许银行达成一项非正式的协议，相约不要为些微的套利而输出黄金；因此，便降低了现金输出点。加拿大的汇率不可避免地超出了它根据实行金本位制的条件所设定的下限输金点。可是当时的事情却证明这种权宜措施是正确的。因为纽约短期贷款的高额利率不过是暂时的现象，到1930年夏天，当这高额利率已经疲软下来时，加拿大的汇率不但恢复了平价，并且还超过了平价而走向现金输入点。这样看来，这种非正式地扩大现金输送点差距，也许是防止纽约不正常局面对加拿大国内信用状况发生过份反应的最上策。

本节所提的建议可能引起两点反对意见。人们也许会提出，象这样容许增加的活动余地可能将被滥用，促使中央银行对于长久性的不平衡状况的原因（非一时存在的阶段）不采取补救措施，并以此为辩解。当然，当我们扩大中央银行的自由裁决权，以便扩大它进行明智管理的权力时，这种扩增的权力每每都有被滥用的危险。不过，在这种情形下，危险是微小的。因为，在这种情形下，除了国际短期贷款的状况外，局势中任何一项因素所受的影响将是微不足道的，而对国际短期贷款的影响也将严格地受到限制，不至累积性地反复出现。

人们也可能说，这种权宜办法对于一个不成为部分国际短期贷款基金的储存所的国家是好的，但对于渴望成为这种基金的重要贮存所的金融中心则不利。必须承认，这种说法也有一些道理。这个问题是：我们为了保持国际银行业务究竟值得在国内金融不

稳定的形式下付出多高的代价。从国际银行业务的观点来看，理想的情况是把两个现金输送点差距缩小到使它们合而为一。这事情是在不相容的两种利益之间寻求一个正确而有利的折衷方案的问题。可是这种反对意见也有理由不予重视。因为我在上述建议里附加了一点：就是中央银行也可以挂出期汇汇率牌价。这样，中央银行就可以按其认为对客户安全而有利的程度，每三月一次为他提供款项来回划汇的安全和经济的办法。这就是说，我们所要做的只是放松中央银行所受的严格法律束缚，不去阻止或阻碍它在实际上和一般情况下完全象目前这样掌握整个体系。

此外，伦敦作为一个外国资金汇流处所而言只要把它对任何第三个国家的现金输送点差距规定得不比纽约宽泛，就可以克服地理上接近所产生的困处，而不降低它对纽约的竞争地位。

然而最理想而又完全可以驳倒反对意见的制度将是所有首要国家采取一致行动的安排。现金输送差距是随机确定而又变幻多端的，在每两个国家之间彼此各不相同，而且有任何些小的不稳定现象就会受影响，如果能改变成每两个国家之间都有固定和一致的制度就更好了。在未来的理想国际货币体系中，我们可以有一种办法可以保证做到这一点，那就是：——每个国家的中央银行必须按预定条件用它存在“国际银行”中的余额来买卖本国货币，而不根据现行法律义务，按预定条件用黄金买卖本国货币。每个国家的买价都低于本国货币平价 1%，而卖价则高 1%，这样就可以保持适当的国家自主权。如果储存在这个“国际银行”的余额能兑换黄金的话，上述办法和保持金本位就不矛盾。这只意味着个别国家两国之间不会有黄金流动，唯有个别国家和“国际银行”之间

才有黄金流动。在第三十八章中我们将再讨论这样一个"国际银行"对于解决世界货币问题有什么贡献。

总之，我们可以作出这样一个结论：现金输送点差距的精确幅度，值得比现在作进一步科学的研究。如果两现金输送点重合（在一个国家之内实际上是重合的），那么目前的国际金本位制度加上各国独立的中央银行和本国货币体系就没法运行了。如果同意这一点的话，我们就可以说，两点之间相距的程度就不应是一个运输费用的问题或历史遗迹的问题。

四、价值标准是否应具有国际性？

大家都同意，在人类有许多活动中的国际标准只不过是凭常识建立的。如果有不同说法的话，一般说来都不是属于经济性质的。我们也许不欢喜采用米制或世界语等类的主张；假使不喜欢这样的国际标准的话，我们的反对意见也不会是基于经济利益而来的。可是对于货币制度来说，在语言方面大可以说是具有压倒力量的因素，诸如多样性、特异性或传统性等等在货币制度方面却完全不能与经济利益相抗衡。在决定我们的货币制度时，我们要考虑的只是经济利益的影响（其中包括政治权宜与政治正义），而无需计及其他。

一般都根据这一点作出结论说：毫无疑问，理想的货币制度和理想的价值标准应当是国际性的。可是这种结论并不正确；根据前面已经提出的理由来看，答案并不象这样容易作出。首先，正如我们在第二篇中已经见到的，"购买力"在世界各个不同地区不会也不可能具有同样的意义。如果地心吸引力在世界各国很不一样

的话，那么重量标准可能也是一样。但就购买力标准而论，这种困难是一定会发生的。货币购买力在美国的变动用统一的标准（不论这个标准是什么）衡量起来，肯定和它在印度的变动不同。此外，正如我们在下面将要看到的一样，还有其它的条件也必须考虑到。

那末关于国际价值标准和国家价值标准究竟应当选择哪一个的问题，我们最后的结论又是什么呢？

首先让我们确实弄清，采取国际本位的理由——也就是对外贸易和对外投资贷付方面所得到的方便和便利——不能说得过火。

就对外贸易来说，我认为把外汇最大变动量固定在狭窄的范围之内的好处往往被估计得过高。的确，这不过是一种方便的办法而已。任何经营对外贸易的人，在他们进行一笔交易时，必须同时确知他的补进汇率，这对他说来是十分重要的。不过这一点从一个可靠的自由期货外汇市场上也可以满意地探知。[①]至于本年他的补进外汇率和去年的类似交易是否完全相同，这对他并不重要。此外，外汇汇率还可能有“温和”的变动，和商人发生兴趣的个别商品价格的正常变动比起来这种变动仍然很小。外汇的变动可以加重，也可以抵消个别物价的变动，甚至抵消的可能性也许更大。同样地也能——也许很能——加重损失。因此，我们的中央银行要为“期货外汇”的买卖提供足够的便利时，我认为固定的外汇价格对于外贸商人的利益来说并不是必要的。温和的变动如果在其他方面令人欢迎的话，在这方面也不会产生严重的不便。

① 参阅拙著《货币改革论》，第133页。

可是讨论到对外投资贷付时，正如前面已经看到的，我们对于固定汇价的优点的估计就必须大大提高。在这方面，借贷双方间的合同所包含的时期将比任何实际可行的期货外汇交易可能设想的期限要长得多。未来外汇汇率的这种不肯定性无可避免地会在交易中加入怀疑的因素，这个因素对于国际借贷资本的流动一定会产生抑制作用。

然而在这方面我们必须严格地区分长期借款与短期借款；当汇率可能发生的变动幅度从外界加上了限制时，尤其如此。例如，假定汇率变动范围已被规定为平价上下的5%时，那么根据贷方货币计算的五厘贷款按外汇平价汇出后，将来可能要付出4.75%至5.25%的利息；而在付还时，照借方货币计算可能需付出95至105之间的偿金。以长期贷款而论，这种可能性还不十分严重。可是，就短期贷款来说，到期归还贷款时的负担细算起来，就可能对于按年计算的全部贷款负担净额产生一种决定性的影响。这就说到了我们论点的中心问题：如果我们有意让长短期对外投资贷付都具有高度的流动性，那么这对于采用固定汇率和硬性的国际本位的主张显然就是一个强有力的理由了。

我们还有什么理由迟疑不决，不能一心一意地采取这种制度呢？基本上是由于怀疑：采取的货币制度比我们的银行制度、关税制度以及工资制度范围远为广泛是否明智。一个经济体系中若干其他方面都弄得非常死的话，我们能不能容许单独一个因素具有大得不相称的变动性。如该体其他各方面的变动性，不论是对国际还是对国内都一样大，问题可能就是另一回事了。可是采用一个对外界影响高度敏感的变动因素作为该机制中的一个组成部

分，而其他部分又要僵硬得多，那就可能招致破裂。

所以这不是一个轻易能解答的问题。大多数英国人自来就听信对外投资贷付要有最大的流动性，而对国外贷款则应采取十足的自由放任主义。我在前面已经一再指出：这种信念是由于在对外投资贷付与对外投资之间的因果关系上持有过份肤浅的见解而来的。由于除开黄金流动一项以外，对外投资贷付的净额和对外投资的净额一定永远是完全平衡的，于是人们便认为将不会有严重的问题出现。根据这种论点说来，既然贷付额和投资额必然是平衡的，那么贷付额的增加就必然会造成投资额的增加；贷付额的减少也必然会造成投资额的减少；总之，我国输出工业的繁荣和我们的对外投资贷付量是分不开的。的确，这种论点有时还会更进一步，所谈的不只限于对外投资贷付净额，甚至主张个别的对外贷款本身就能增加我国的输出——所有这些都忽视了加以利用，要强使对外投资贷付净额和对外投资净额取得平衡，就必须使这机制发生令人痛苦的（也许是猛烈的）作用。

我不知道为什么这一点没有被认为是明显的，如果一个英国投资家不满意国内的前景，害怕劳资争议或对政府的更替表示不安，因此着手买进更多的美国证券；人们为什么要认为这会很自然地由于英国输出的增加而得到平衡？当然，这是不会的。这将首先引起国内信用系统的极端的不稳定——其最后的发展很难以至无法预测。反过来说，假使美国投资家对于不列颠的普通股票发生兴趣，这是否将在任何直接的方式下减少不列颠的输出呢？

因此，如果我们采取一种国际本位，使对外投资贷付具有极大的流动性和敏感性，而让经济综合总体中的其它因素始终十分僵

硬,这种办法是否适当,却是一个严重的问题。如果提高与降低工资和提高与降低银行利率同样容易，那就没有问题。可是实际情况却并非如此。国际金融情况的变动或者投机心理的风色的改变,如果不采取措施予以制止的话,就可能在几星期内使对外投资贷付量有几千万元的变动。然而我们却不可能迅速改变输入和输出的平衡来适应这种改动。

这种短期借贷方面的考虑并非我们在猛然采取一种国际本位之前应当再思而行的唯一理由。各国货币的发展各自处于许多不同的阶段；而公众在货币原理方面所得到的陶冶，方向又各有不同。比方说,就我个人看来,目前英格兰银行或德国国家银行对于黄金所抱的态度基本上大概和法兰西银行或西班牙国家银行的态度就有所不同;在以后的五年或十年中,某些改革对前者来说可能已经成熟,而对后者说来则将证明还过于新奇。

此外还有另一种障碍，那就是美国的态度。美国由于持有巨额的黄金，在很大的程度内可以同时获得本国和国际本位双方面的利益;此外,它又极不愿把本身的自主权交给一个国际机构。因此，要克服法国的保守主义和美国的独立性这两种阻挠达成国际协议的障碍,势将发生严重的以至令人难以容忍的延搁。

这些实际的困难即使要拖延一些时候,大概也是一时的;假定这些都被铲除了的话,国际本位也仍然有一个可反对的地方,因为这种办法使全世界各国依附于某一种特殊类型的价值标准来支配长期的准则。

关于长期价值标准，一般说来必须在三种普通类型之间加以选择。第一种是货币购买力本位(一称消费本位)之类的东西。第

二种是报酬本位，它对消费本位的比率随着生产因素效能的增加而成比例地上升。第三种是国际本位的某种变形，也就是以国际贸易中几项主要商品的价格按其在世界商业中的重要性加权所得的数额为基础的本位，实际上这大概和原料产品批发价格本位并没有很大的区别。

前两者显然是地区性的本位，因为在不同的国家中它们的动向并非一样。因此，如果我们的本位要做到对各国都一样的话，就只能选择第三种。

我认为这种反对意见并不是最重要的。因为按稳定的国际本位计算起来，地区性的“消费本位”或“收入本位”的长期变动不致于大到对经济福利有多大影响。然而，我们应当估计到这种类型的“国际本位”对于任何个别国家说来，都不会是理想的本位。

权衡各种条件之后，看来在实际恢复金本位之前，如果一个国家能摆脱束缚于未加管理的国际体系而产生的那些不利而又往往危险的义务时，它便可望更好地按进步的路线管理本国货币；下一步接着要做的是发展出具有变动汇率的国家体系。最后一步就可能是将这些体系联合起来成为一个管理国际体系。

国际金本位自从在五年前恢复以来，运行无能，为害不小，证实了反对者最糟的顾虑和最暗淡的预言；它给全世界带来的那种经济损失仅次于一次大战。仅管如此，今天似乎有更大的理由把事情颠倒过来：——踏踏实实地接受成为既成事实的国际本位，并希望从这一点出发，进展到经济生活集中控制手段的科学管理法——因为这肯定就是我们的货币制度的情况。因为通过自主的国家体系来寻求极终幸福就不但意味着要和那些以财产方面的一切

优势巩固了地位的保守力量发生正面冲突，而且也会使才智和热情的力量分散，使各国的利害关系对立。

因此，我就有这样一个结论：假使国际管理金本位所遭遇的困难能在相当的时期内加以克服的话（1922 年热那亚会议的议决首先指出了方向），那么实际可行的最上目标也许是由于一个超国家的权力当局来管理黄金价格，其周围环绕着若干国家货币体系，各自具有自由裁决权，可以按照黄金价格在（比方说）2%的范围内变更本国货币的价值。

第三十七章　投资率的控制
——再论国家管理问题

一、银行体系能够控制物价水平吗?

现在终于达到了整个问题中最困难的一点了。我们已分析并分类缕列了决定物价水平的因素以及封闭体系中的中央银行（或全世界中央银行的总合行为）能用以影响并且支配整个货币与银行体系的行为的种种方法。可是归根结蒂地说来，在真正实行的时候，中央银行是否有权采取一种政策，随便规定货币价值的水平呢?比方说：如果法律规定中央银行应负责在狭窄的变动范围内维持货币购买力的稳定，那末中央银行是否在任何情况下都能履行这项义务呢?

那些主张金融当局具有最大的力量来控制物价的人，当然并不认为货币供应条件是影响物价水平的唯一因素。人们如果认为只须注入足够的水便可以使蓄水池的供应维持在任何所需水平上，那末，这种意见和人们认为，蓄水池的水平，也决定于注水量以外的许多其它因素(如天然降水，蒸发、渗漏以及该体系的运用者的习惯等)，这二种看法并不矛盾。这种说法只在下一种情形下不能成立；那就是蒸发量、渗漏量、其它的损失量、或该体系的使用者的消耗量是注水量的直接函数，其性质是：注入的水量愈多，消耗量、降雨量的减少以及其他的损失量也因之而愈大，以致不论注入

多少水都不能使蓄水池的供应超过某一水平。这两种情况，究竟哪一种真正象银行体系的增加货币供应对物价水平所发生的影响呢？

现在我对斯特朗总裁等证人于1927年在美国国会物价稳定委员会前所表示的某些怀疑和踌躇，比几年以前更加抱有同感。任命这个委员会是为了查明关于“联邦储备条例”修正案的建议是否明智，其大意是规定联邦储备局应负责以其一切权力“普遍促成稳定的商品价格水平”。以下的摘录清楚地说明了讲实际的人对于“联邦储备体系用上某种自己开动的方法、某种有魔力的数学公式①之后，有力量提高或压低物价水平”的看法所抱有的合情合理的怀疑：

斯特朗总裁②

“我相信现在有一种趋势认为，物价水平似乎是对着对面压杠子的信用桶而上下涨跌的，似乎当价格下降时，就可以把塞子打开，把信用多灌一点到压杠桶里去，使物价上涨；当价格上涨时就可以把信用倒一点出来，使物价下跌。我只怕物价问题比这要复杂得多。

“我想提出一个就在最近发生的情况，来说明物价的动态和我们所能考虑的许多其它因素之间的关系，这成了管理方面实际遇到的真正难题。两个月前，国内有人关心到这次证券投机的范围以及用来支持这项投机的信用量的大小。同时，我们对价格结构所进行的研究清楚地说明，当时和以前不久批发物价水平都下跌了。当我们分析这种下跌的原因时，发现差不多完全是由于棉花和谷类价格下跌造成的。假定现在在

① 斯特朗总裁在物价稳定委员会前的证词，见报告书第295页。

② 我将斯特朗总裁在物价稳定委员会前的证词中下述几页上不相连的段落连成了一整段话：——见报告书，第295、359、550、577等页。

场的人是联邦储备银行董事，要决定怎样处理贴现率的问题。我们有一种感觉，认为投机活动正在扩大；也可能觉得应当由联邦储备银行体系设法制止。在另一方面，我们又看到农产品显然在看跌。如果大家都十分耽心农产品的价格，我们感到抛售信用或者降低利率可能稳住这些商品的价格。那末投机方面的结果又怎样呢？这就陷入左右为难的境地中了。

“我相信联邦储备银行体系所施行的信用管理法能够影响国内的信用使用量及其成本，在信用量及其成本对于物价水平所发生的影响的范围内（并且唯有在这个范围内）联邦储备银行体系的措施才能影响物价。可是有时候甚至对信用量以及对信用成本略予限制的那种权力也不能完全或稍近完全地控制物价，因为还有许多其他因素，远非信用量和信用成本所能影响，比如人民的情绪，就是这样。因此，“联邦储备法”中如果有任何条条让人们认为联邦储备银行体系在稳定物价水平方面所能做到的程度不止于有限的控制信用所能达到的程度，那么，当物价的波动不能在如上所述严格限制的范围内加以控制时，我恐怕人们就会感到失望了。

“当联邦储备银行体系拥有适当数量的生息资产时，它就具有相当大的力量可以控制如脱韁之马的物价动态。可是，如果所遇到物价下跌是日浸月渐地发生倒闭现象的时期的下跌，而且又不是1921年那种剧烈的动态，而是一种很艰苦的缓慢价格动态，可能完全不是由于信用的作用造成的——那么，联邦储备银行体系又将为何应付呢？现在物价正在下跌中。去年的那种乐观情绪可能使得所有的商人都订购了他们希望能出售而当来到时却又无法销售的货物；换一句话说，也就是存货过多，超出了本行本业或人民的消费量。如果在消费能力以外还有一批货物有待销售，那末，在余剩货物未脱售前，增加信用体系中的信用额并不能予以补救，而这种局面早在任何营业量报告和存货清单之类的文件中

可以发觉出来之前，就以合同的方式存在了。铁路的货运量仍然会和从前一样；就业量也和从前并无不同。一切事情都在健康营业状况的外表下进行；可是当公众由于某种原因在购买或消费上放慢步伐，因而发动了从而形成物价下降的动态时，我就看不出我们能怎样加以补救。

"如果我们在棉花和所有受世界市场价格水平影响的商品的价值都剧烈下跌，以致使一般物价水平下降时，试图用购进有价证券和供应低利贷款等办法予以补救的话，就不可能（肯定不可能立即）使那些由世界市场和世界竞争决定的物价回升。这样倒会引起通货膨胀的后果，从而实际上使纯属国内市场的商品的价格水平受到影响。这种情形果然发生的话，就会使农户所消费的一切商品的价格都上涨，而其所生产的产品的销售价格则将下跌。

"就拿目前以及过去相当长的一段时期的情况来看：一般商品的物价水平都显然稳定，只是最近几个月谷类和棉花价格有所下跌，猪和牛羊的价格都相当稳定。农产品价格的下跌已足够使一般物价指数逐渐下降。现在让我们来看看当前的这个问题吧。联邦储备银行体系是否准备插足进来，试图控制这个看来已经开始的物价动态呢？如果要控制的话，又将怎样做法？这就是一个控制物价的人不时要面临的实际问题。"

威廉森先生

"诸位是不是认为联邦储备局通过扩大市场交易以及放宽或收紧信用便利条件等办法实际上就可以比过去更多地稳定物价水平呢？"

斯特朗总裁

"我个人认为联邦储备银行体系自从1921年的"反应"之后所采取的管理办法已尽人类常智之可能导向这一目标。

"此外还有一种可能，我始终觉得承认任何方面所据有的调整物价的权力时都自然会出现这种可能，它存在于全体人类的生产者和消费者之间的永久不息的竞争之中。…… 在我看来联邦储备银行体系如果被

认为是一个物价管理者的话，这就有些象一个笨蛋在一个爱尔兰人和老婆吵架时去劝架一样。他们两个人会一齐把他拉进去揍他一顿。”

温戈先生

“你们恐怕国家不授与任何新的权力，或者不使你有可能具有更大的愿望或能力为公众利益效力，而认为单凭一纸法令就可以把消除信用变动所引起的一切经济弊害的能力都赋与这个聪明睿智的联邦储备局了。”

斯特朗总裁

“谢谢你，温戈先生。你说得比我好。”

下面是斯图尔特博士在同一场合下的证词，也有启发性：

沃尔特·斯图尔特博士①

“让我们假定营造业活动衰退了，随之生产汽车的工人发生了一些失业；再假定农作物收获量很大，足供大量出口；可是由于欧洲发生了某种扰动，而国外对于投资又缺乏信心，于是一般物价水平趋于下跌。联邦储备银行体系在这种情形下，比方说，假定物价变动了5%能做些什么呢？根据我所了解的，那些赞成在委员会从前提出的建议的人都相信变动一下银行贴现利率，或者通过公开市场业务，国际物价水平便可以稳定下来。我们所说的并非美国一国的物价水平，因为当我们谈到黄金物价水平时，所说的就是国际物价水平。我相信，在这种情形下，银行贴现率作小百分比的增减，对于物价状况不会有多大作用。

“如果物价下跌不是战争时通货膨胀的余波造成的，而是由于企业失调所造成的；这时增加信用究竟可以把隐藏在物价下跌后面的那些原因治愈到什么程度呢？我的看法是这样：在这种情况下，可能会刚好使那些造成物价下跌的因素更趋恶化。如果存货不断增加，而社会上一般情绪又在观望，那末用信用来稳定物价的办法就更可能只有使那些造成

① 自《物价稳定委员会报告书》第769—775页各段采摄而成。

物价变动的因素更形恶化。

“如果认为物价下跌终归不过是重行调整过去所铸成的错误而已，可以再行扩增信用，予以制止的话，那么这种看法就很可能只会增加局势的困难而不能使之好转。

“金融市场的松动将反映为某种投资证券的需求，也可能反映为投机证券价格的抬高。可是我国有过银根十分松动到一年以上的时期（如1908年），其时国内商业却仍旧萎靡不振，这并非由于不能取得低利贷款，而是由于企业正在重行调适。当事情还要由人类来判断，而错误也仍在造成时，企业就会继续出现这种重行调整的过程；如果说可以使企业避免联邦储备银行所行的信用政策中必须假定的那些风险，那便是一种毫无根据的臆测。

“我认为甚至在物价水平下跌时，我们所遇到的时期是信用超出工业界生产需用量因而造成膨胀的时期。”

这些都是经验丰富的人所表示的合情合理的怀疑。单纯把“货币数量说公式”中那种自明的真理抬出来并不能祛除这些疑虑。在一种意义上说来，这些疑虑只有长期实际试用科学管理法获得的成功才能予以祛除。可是我却愿意来说明一下，这种试用是很有希望的，大大地值得试它一下。

我曾经说过本书将要证明产品的价格水平取决于以下几种因素：即相对于效能的货币收入水平、相对于储蓄的投资（按生产成本计算）量，以及相对于银行体系的可用储蓄存款的供应量的资本家“看跌”和“看涨”心理。我们还说过：银行体系可以控制储蓄存款的供应量，因此便可以控制第三个因素；同时它又可以通过信用条件造成对投资数量产生任何所需要程度的影响，因之便可以控制第二个因素；而这种影响对投资价值和数量的间接效果又决定

了企业家提供给生产因素的货币报酬，因之便能控制第三个因素。但是我们却没有说过银行体系可以立时产生任何这种效果，也没有说过我们永远可望及时地预知非货币因素的作用，以便预先设法消除它们对物价的影响；同时我们也没有说过，银行体系可以免除各类不同商品的相对价格所发生的剧烈波动，或者成为世界体系会员银行的中央银行可以不管其他中央银行的行为而保持国内经济稳定。

斯特朗总裁和斯图尔特博士所表示的怀疑的原因，有些已经计算在这些条件里面了。特别是斯图尔特博士的证词强调了美国物价对世界物价的独立性。可是这些国际性的错综复杂问题可以暂时搁置一下，留待本章的下一节中讨论。现在先谈谈我们所认为的中央银行对于物价水平的影响，究竟比上述权威人士所相信的大多少呢？

我相信在一个基本问题上他们误解了问题的性质，因而低估了控制的可能性。因为他们并没有看到消费品的生产和投资品的生产两者之间的关键性区别，因之便也没有考虑到投资品生产的增加通过其对于消费品的需求的影响对消费品价格水平所发生的影响。

这部分地也许是银行体系对于本身职能的传统观念所造成的结果。实际上银行体系具有双重的职能；第一，通过它提供给对生产者在生产时期(不能超过)用于支付开支的贷款，可以支配营运资本资金的供应，并同时支配工业流通需用的流通现金；在另一方面，通过它直接购买的投资以及它对证券交易所和打算用借款购买证券的人的贷款，可以支配决定证券价格的资金的供应量，并同

时支配金融流通过程需要用来满足金融方面看涨或看跌心理，以免影响新投资的价值和数量的储蓄存款量。在银行的金融活动中它在工业活动中所形成的统计数字是很大的。在现代世界中，这种比例很少会小于一半，往往可能彼此相等。然而，有声望的银行家(我说的是伦敦，纽约也许并非如此)却存在着这样一种见解：他们认为第一种职能是银行业务的正当职能，资金始终必须首先用来满足它的需要；第二种职能(特别是关于用来购买证券或其它固定资产的职能)多少是有些说不过去的，其地位应当尽量降低，银行家在有可能时都愿意完全避免。他们对这种看法所提出的理由是：第二类营业——金融业务——不是自偿性的业务，有“投机”的味道。

然而这些理由是不是真正象表面上看来那样有道理就值得怀疑了。任何一笔金融贷款的流动性也许比任何工业贷款都大，而金融贷款除了有良好的担保品以外，其发生坏帐的可能性往往比工业贷款大；固然，整个的金融贷款和整个的工业贷款量，要迅速大量减少时都不可能不产生巨大的灾难。从这一观点来说，它们是同样非流动性的。但是如果一定要在两者之间加以选择的话，前者大概是比较容易削减的，因为在某种价格下资产可以由储蓄存款持有人要过去。至于说“投机”，银行对于消息不灵通和轻率的借款人的警惕在金融贷款方面比在工业贷款方面的确可能更要提高一些。可是，除此以外，用以提供营运资本的信用供应增量应当正象用以购置固定资本的信用供应增量一样有时应予以鼓励，有时则应予以阻抑。可是对这两种供应增量说来，借款人的压力都可能在极不宜于充分满足的时候变得最大，而在最应当予以鼓

励的时候则又变得最小。

无论如何，当我们讨论银行体系的调节权力和职能时，关于它对固定资本投资率的影响的研究，以及关于它对营运资本投资率的影响至少必须无分轩轾地予以研究。的确，在大多数情形下，除非是通过对前者的影响，否则就不能有效地影响后者。所以如果我们没有考虑到所有能影响整个投资率的各种方法的话，我们便不理解银行体系对于物价水平所能行使的充分控制有多大。

我们再引证一段斯图尔特博士在美国物价稳定委员会前[①]所提供的证词，也许可以帮助释明我的论点：

> “这个提案中似乎提出：联邦储备政策的目的应当是稳定商品价格的一般水平。我对联邦储备银行体系的目的和任务的说法却多少有些不同。我认为外国的中央银行以及美国的联邦储备银行体系所负的任务主要是维持健全的信用状况。我也知道所谓‘健全的信用状况’是一个含糊的说法。它的含义要看人们对健全的信用机能如何理解而定。应用于商业方面的信用的机能是保持适当的存货，以利商品的生产和销售，从而求得有条不紊的市场……我也能看到有一种情况存在，其中当物价正在下跌时，商品的盘存却在增加；而且如果给予更多的信用时则又只会用来增加存货，于是便只意味着鼓励堆积更多的存货……所以，与其用物价指数来测验，我倒毋宁更愿知道盘存的情形怎样，产品是否迅速地进入了分配方面。”

根据前面第二十九章中已经充分申述的理由，我预计充分的低利信用本身并不会怎么促使市场囤存无用的存货。市场方面从来不会急于囤存无用的存货，其愿意的程度，主要取决于它对于未来物价趋势的预计。充其量这种存货的存在不过是使价格降到有

① 见《物价稳定委员会报告书》第763页。

关商品的正常生产成本以下，并且对于本期生产量发生一种有效的阻碍作用。

可是，无论如何，按照我的想法，"健全信用状况"的这一定义是太狭窄了。这里有一点没有考虑进去：如果本期产品不能按照本期生产成本销售的情形是普遍的而并不只限于少数的特殊商品，这就说明是需求方面失调，而不是供应方面失调；唯一影响需求的方法是相对于储蓄增加投资，而这一点就应当导致银行体系主管人的注意力从"信用的商业运用"方面转到金融运用方面。在萧条时为了避免存货增加而不采取降低利率的办法，只会加重信用循环的猛烈程度；不过，我承认，在意想得到的条件下以及和意想得到的其它出路比较起来，这样做也许能缩短持续时间。

根据我自己的定义，"健全信用状况"必然是这样一种情形：——市场利率等于自然利率，而新投资的价值和成本又都等于本期储蓄量。如果采用这个定义做标准的话，那么斯特朗总裁的许多纠缠不清的论点就不会有那样怕人了。我想，我们在每一种情形下都可以用一般的话告诉他，他应当怎样做就能保持一般物价水平的稳定。

但是，即使是银行体系只要能控制本期投资的价值和数量就可以控制物价水平，人们对于银行体系实际上是否永远有权控制投资率的怀疑却会令人思及某些我们还未加以消除的限制。现在我们要谈谈这个问题。可是为了方便起见，不妨先扼要地叙述一下我对银行体系控制物价水平的实际权力所受的限制（这是终究必须承认的）的最后结论。

（一）维持稳定比已经让严重的不平衡状态发生以后再迅速

地恢复稳定要容易得多。因此，如果叫我们在已经不稳定局势中开始进行控制的话，我们会发现当时的局势已经发展到无法作有效控制了。

（二）即使金融体系的主管人具有一切适当的智慧和远见，不稳定状况的非货币因素往往可能突然出现，以致不可能及时制止。在这种情形下，就必须经过一段时期才能恢复稳定。

（三）如果有强大的社会和政治力量引起“货币效能工资率”的自发性变动时，银行体系对于物价水平的控制就可能鞭长莫及了。银行体系有效权力主要是防止倾向于引发变动的因素发生作用。它当然也能造成引发变动以抵消自发变动。可是在那种情形下，它也许不能控制进入新平衡状态的步调和路线。

（四）如果一个国家采用了一种国际本位，而这种本位本身就不稳定；那么它就必然不可能在这种本位下保持国内物价水平的稳定。但即使国际本位本身是稳定的，如果按利率计算的资本需求表的变动在国内方面和国外方面有所不同的话，它也仍然可能无法保持国内物价水平的稳定。

（五）银行体系甚至在强大到足以保持物价水平**稳定**的地方，也不见得就能强大到足以一方面**改变**物价水平，而另一方面又无须长久耽搁和无阻挠地在新水平上建立平衡。

总之，我认为银行体系**保持**投资平衡的力量远大于下一种力量，也就是它强制现在通行的货币收入率脱离现有水平或自发性变动所造成的水平而走向国外情况或国内独断法令强迫更动而成的新水平的力量。

由此可以推论出：在现存的货币制度中，我们时常将改变国内

物价水平和货币收入率的责任赋与我们的中央银行，作为维持国内货币对国际本位的可兑换性的必要条件；这种货币制度使中央银行负担的任务比起具有充分权力，并获得会员银行坚定信任而责任在于维持经济稳定的国际货币当局的任务来，就要繁重得多，而且从技术上说来也要困难得多。

二、短期利率和长期利率

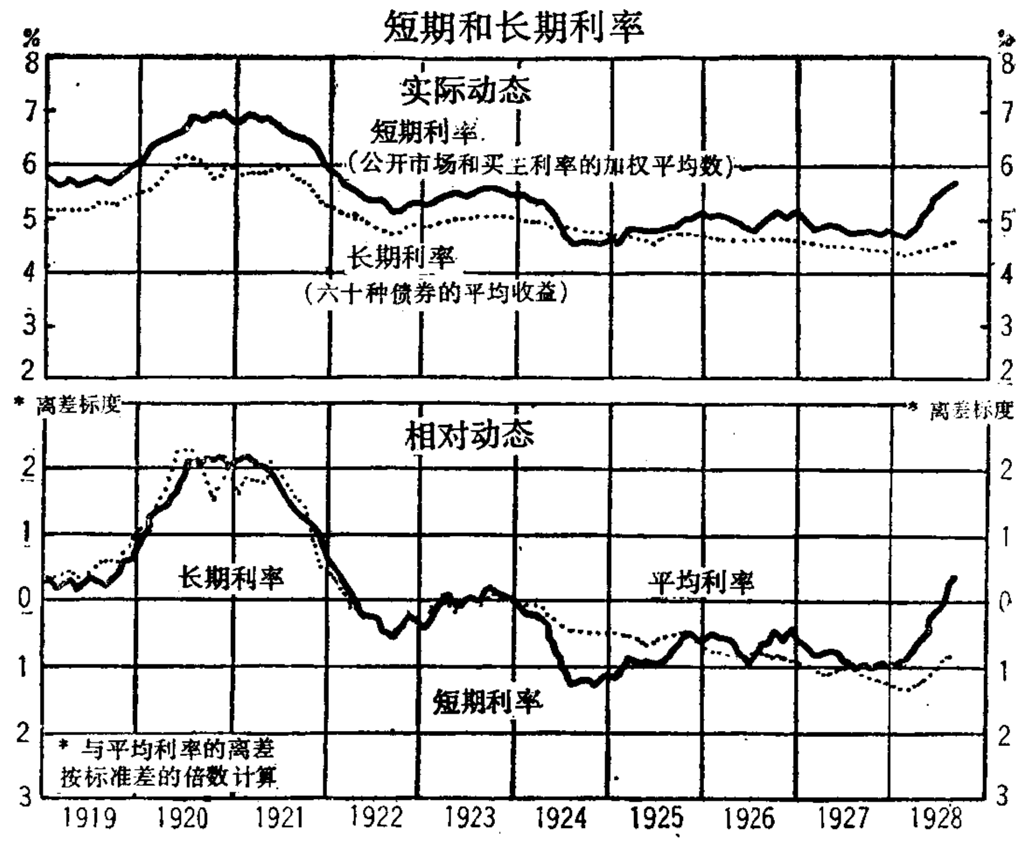
银行体系所能发生的主要直接影响是在短期利率方面。但如果问题是怎样控制固定资本的投资率而不是怎样控制营运资本的投资率时，那么主要起作用的便是长期利率。而且一个货币当局的直接影响如果必然主要是用在短期利率方面，我们又怎样能确保长期利率随着它的意向活动呢？长期利率在未来若干年中按季度说来固然有理由和短期利率具有固定的关系，但是当前的三个月时期对于这种长期的作用在数量上是微不足道的，这一点人们都会这样看。因此如果说用于三个月时期的利率对二十年或更长的长期贷款的条件会发生任何显著的影响，看起来就不合逻辑了。

可是实际上经验却告诉我们，一般说来短期利率对于长期利率的影响远比持上述说法人们所预计的大。此外，我们将看到，根据市场的技术特性说来，也有充分的理由说明这种情况为什么并非不正常。

美国方面所编制的统计资料形式远比大不列颠方面精确而方便；最新的资料近来在里夫勒的《美国的利率和金融市场》一书中可以取得。这书是根据联邦储备局调查统计部所编制的资料写出的。可惜里夫勒先生只用统计图的方式载出了他的结果，并未附

有图所根据的数字表。无论如何，下页转录的统计图的结论却是十分清楚的。

长期利率是用六十种高级债券的平均收益来衡量的，短期利率则用各种典型短期利率的加权平均数来衡量。里夫勒的结论是："作为指数它们毫无疑问地可以用来说明各个市场利率的变动方向并可相当准确地说明变动。"他根据自己的结果作出了一些概括的结论。我宁愿提出他的结论而不愿提出我自己的，因为他只不过解释统计资料而没有要得出任何特殊的结论，其情形如下：



本图的下半部是两个数列相对动态的比较，而不是实际动态的比较。每一数列是按其图中所列时期内与本身的变动平均数的关系来表示的。为了取得数列中相对变动之间的可比性，平均数的每一离差都用这一时期的标准差来除。图中的零位线代表每一数列中各个项目的平均数。当实际数字跌至这个平均数以下时，便出现在零位线以下，反之则出现在以上。

（一）“从 1919 年至 1928 年短期利率的一切重要动态，除开 1921 和 1926 等两年以外，都反映在债券的收益方面。短期利率的小变动也常常反映在债券的收益方面，甚至在 1921 和 1926 年时也是如此。”此外，该书接着还说明：“当时短期利率虽然还在上升，然而债券收益的减少和一般信用状况却并非完全无关”。①

（二）“短期利率的实际变动幅度比长期利率大，虽然两个数列的一般水平是没有什么差别的。”可是正如上图下半部分所显示的那样，“每一数列中相对于其总变程的本期变动和另一数列的相应变动比较时在量方面差不多是相等的。”②

（三）“令人惊异的事实是：债券的收益相对于短期利率而言非但不稳定，而且它所反映的短期利率变动竟然那样显著并达到了那样大的程度。”③

至于大不列颠方面虽然资料当然可以取得，但并未编出与上述数字相当的统计数字。我不得不满足于用银行利率和统一公债收益的比较来证实观察近十年出现的数字所获得的一般印象。采取 1919 至 1929 年这段时期的数字有一个绝大优点是利率的一般趋势碰巧毋需作任何校正，因为这一时期末的银行利率和统一公债收益在和开初时差不多相同。这些数字已在下表中列出；为了阅读方便起见，还列出了一个第三栏，这是根据银行利率的短期变动比统一公债收益的短期变动大 4 倍（也就是前者 4% 的变动相当于后者 1% 的变动）的假定而来的：

① 见该书第 117 页。
② 见该书第 9 页。
③ 见该书第 123 页。

年度	每年的平均银行利率	统一公债的平均价格	指数 1924年=100		
			银行利率	同前栏，变动缩小3/4	按每年平均价格计算的统一公债收益
1919	5.166	$54\frac{1}{12}$	129	107	105
1920	6.71	$47\frac{1}{60}$	168	117	121
1921	6.092	$47\frac{29}{30}$	152	113	119
1922	3.692	$56\frac{15}{32}$	92	98	100
1923	3.496	$57\frac{63}{64}$	87	97	98
1924	4.0	$56\frac{63}{64}$	100	100	100
1925	4.575	$56\frac{3}{8}$	114	103	101
1926	5.0	$54\frac{29}{30}$	125	106	104
1927	4.650	$54\frac{39}{48}$	116	104	104
1928	4.5	$55\frac{12}{15}$	112	103	102
1929	5.508	$54\frac{5}{16}$	138	109	105

上表最后两栏，虽然不是我们所寻求的最理想的指数，但其所显示的结果大体上和里夫勒所编的美国数字相似。①

① 关于欧战前的不列颠统计数字，可参阅《银行杂志》1928年5月号第720页上所载的皮克先生的一张统计图，其中所画的是1882—1913期间各年的游资相对于伦敦与西北铁路公司信用债券收益的利率状况。因为大概在1894年前一段时期统一公债极端缺乏敏感性，使之不能作为价格指数，据以厘定本期长期利率(在1867—1924年间统一公债的平均价格每100英镑的逐年变动没有一年是超过1先令6便士的)。我认为第一次大战前20年根据趋势校正的结果和上面引证的战后时期数字相差不远。下表是战前8年(1909年=100)按趋势校正的指数，以及按照上表办法缩小为1/4的银行利率变动数字：(见309页)

如果用来衡量本期投资方面的新长期借款在造成短期利率方面起了多大作用的话，上列数字必然大大地低估了前者的敏感度。因为我们不得不采用老牌长期债券中敏感性**最小**的债券。如果统一公债收益的变动等于银行利率变动的1/4，我们便会发现用于固定投资的新长期借款的收益的年度平均数字差不多达到了1/2。这就意味着银行利率2%的变动持续一年时，可能使长期借款的成本变动10%至20%（假定5%左右的变动是基准率）。

这些事实的确没有人怀疑。"低利放款"对于债券价格所发生的影响是投资市场中人人尽知的事。但这应当怎样解释呢？我认为有几个理由使我们对于上述结果不必感到奇怪。

（一）如果债券的当前收益是大于短期贷款所取的利息，那末借短期贷款来购进长期证券便有利可图，只要后者在贷款期内实际价值不下跌就行。因此这类交易的压力便会促使市场开始出现上涨的趋势，这至少暂时可以稳定投资者对于债券市场的"多头"情绪。此外，厂商在营业中如果需要动用一部分以高级债券形式保存的流动准备时，那么当这种借款的成本低于债券的当前收益时，便将用这种债券作担保借款；而当情形与此相反时，便将直接

年　份	银　行　利　率	统一公债收益
1906	110	104
1907	113	105
1908	100	100
1909	100	100
1910	104	102
1911	102	103
1912	103	104
1913	109	104

出售债券。①

因此，当短期公开市场利率将债券的当前收益勾销时，这便事关重大了。如果短期利率的水平绝对说来比债券收益高（或低）时，这种情形甚至只要维持几个星期，债券收益就很少能不增加（或减少）。

（二）有一些金融机构——其中银行本身是最重要的一员，可是还包括保险公司、投资信托公司、金融商号等——不时变动它们资产中的长期与短期证券间的分配比例。当短期收益高时，短期证券的安全性和流动性便显得特别富于吸引力。可是当短期收益极低时，非但是这种吸引力将消失不见，而且还会出现另一种心情，即恐怕那个机构也许不能维持它已往的收入水平，而收入的任何重大削减都势将损及其信誉。于是，到了这种时候，他们就会一下子跑到长期证券方面去，这种动态本身便抬高了后者的价格；而且也证实了那些主张掉期的人是有见识的。所以如果不是大多数控制资金的人们，由于某种重大理由而对于现行价格水平下的长期证券肯定地怀有恐惧的话，这项价格便有略增的倾向；起初的低价，由于本身使得那些不能让自己在当前收益方面的收入遭受重大损失的人们普遍蠢蠢欲动，恐怕坐失良机，因而趋于提高。

银行本身的情形特别是如此。我相信在大不列颠和在美国都可以发现，银行为本身买进和卖出证券，对于决定债券价格水平的转折点是一个主要因素。因为它们拥有大量的这种证券，——在

① 参阅里夫勒（前书第 119 页）中的一段话："有价证券广泛地被用作贷款的附属担保品并以银行信用大量购存，……由于短期信用一个时期连续可以购得，短期利率水平以及此项利率对证券收益的关系，自然就成了所有这班借款人决定这些证券究竟是以银行信用继续持有还是在长期市场中抛售时所考虑的一个因素。"

美国方面大概达到美金 10,000,000,000 元左右，在大不列颠大概达到 250,000,000 英镑左右，所以它们长短期资产之间任何大量的掉期对于后者的价格都有极大的影响。

现在银行只要有财力可以保有，便最喜欢短期资产。可是当这种资产的收益跌落到某一点之下时，就不能再保有了。这种情形可以用 1929 年波士顿联邦储备区会员银行的结果来说明。它们所挣得的利息按它们的生息资产——也就是它们的贷款、贴现和投资——的百分比来计算时，是六厘左右，而付出的利息却是二厘半左右，其他开支费用略超过二厘；因此，它们的利润便是一厘半左右。所以事情很明显，它们的平均利息收益降低不了多少就会严重地影响它们的利润。大不列颠方面我们无法取得这种详细的数字，可是伦敦的银行所获得的纯利大概并没有超过存款额的 1% 很远（所公布的利润比此低）。如果将它们的垫款进息率的变动和存款付息率对消的话，所剩下的便是其他短期资产（票据和短期贷款）和它们的长期证券；前者约占它们存款的 25%，后者则占 15%（当然这些都是有变动的数字）。因此，它们的票据和短期贷款等的收益如果减少 2%，它们的总利润所将减少的量便相当于存款的 0.5%，也就是减少一半左右。所以当短期资产的收益剧烈地下跌时，从短期资产转换到长期资产的动机便显然是强大的。这一结论得到了统计方面的证实。①

（三）以上认为市场上所具有的动机，严格说来究竟合理到什

① 里夫勒所举出的美国方面极详细的数字非常明显地证明了这一点。他的结论是："通过它们本身的投资买卖，商业银行对于债券市场施加明显的压力，并且对于债券收益和短期利率间相对变动的互相符合起了很大作用。"（见前书第 119 页）

么程度，不妨让别人来判断。我想认为最好是把它们当成一个例子来说明，即使是消息最灵通的人，对于我们自以为略知一二的最近未来时期究竟敏感到了什么程度——过度敏感，如果可以这样说的话；其原因是其实我们对于较远的未来几乎是一无所知。而人们对这一趋势的过份夸大(下面就要谈到)起了一定的作用。

我们所寻求的解释有一部分可以从一种心理现象中得到；这种心理现象在当前市场对于普通股票的评价方面表现得甚至更显著。我们可以看到一个公司的股票，以至它的债券，对于已知或预期利润的短期变动敏感到一种程度。在一个明达的局外人看来，可能认为是十分荒唐的。一家铁路公司的股票对于其每周运输营业数字是高度敏感的。即使大家都知道：有关地区特别丰收或歉收所经地区发生罢工，以至开国际博览会等必然只是暂时存在的因素都会影响这种营业数字，情形也是这样。这种事件时常使股票的资本价值发生变动，其幅度远超过其利润由于有关事件而可能发生的变动。这也许是一些极端的事例；可是任何注意普通股票价格动态的人都必然十分清楚，这些股票的市场估值大大地偏向于假定，现在和过去不久的时期不论成为其特性的状况和后果如何，都是持久和巩固的，而预计会成为不久未来的特性的状况和结果就更加如此。债券市场也不能免于这种毛病。

我们也毋需感到奇怪，即使是消息最灵通的投资者，对于较远的未来所不知道的东西远比他所知道的多；他不得不被自己对于过去不久和将来不久的时期所能肯定或接近肯定的那一点点知识支配，并被迫主要从这儿找出进一步往下走的线索。在一个真正知道未来的人看来，他受支配的程度真是大得不像话。如果消息

最灵通的人士尚且如此的话，大多数从事证券买卖的人便差不多完全不知道他们所做的是什么了。对于正确判断说来，他们甚至连起码的必要知识都没有，因而在一哄而起和一哄而散的希望与恐惧中当了牺牲品。这就是我们所处的资本主义制度的奇怪特征之一；当我们和这个现实的世界打交道时，这些特征是不容忽视的。

此外还有一个理由来说明，最精明的人预测群众心理并预先模仿那些没道理的行动，而不预测事件的真正趋向为什么往往可以得到好处。因为有价证券的价值并不决定于预计能据以购买全部未偿息金的条件，而只决定于可以从事实际交易的边缘上那一小部分；——正如本期新投资只不过是现存投资总数的边缘上一小丝而已。现在这个边缘大部分却由职业金融家——也可以称为投机家——来经营；他们并无意把这些证券保持到可以让长远未来的事件发生影响的程度，他们的目的只不过是在几星期或最多几个月后重新卖给群众。所以，他们受到借款成本的影响，而且更多地受到自己根据以往对群众心理趋势的经验所作的预期的影响，便是理所当然的事了。这样说来，只要群众靠得住会朝某一方面走，即使是领错了路也罢，那些消息比他们灵通的人，能早一点点朝同一方向走就可以获利。同时，除开估计的智愚不谈之外，大多数人对于自己的投资（其票面价值的变动极容易消灭大量诚实工作所获的结果）都是太胆小太贪婪，太急躁和太心神不定，因而对长时期中的未定之数不足以采取长远看法，甚至也不能寄与合情合理的信赖。至于短时期的表面肯定性，却不论怎样容易使我们上当，也更能吸引人。

依靠市场中这些心理特征也不象一般所想象的那样不稳。这的确是一种以毒攻毒的疗法。因为管理当局所要救治的正是这些在市场上造成许多混乱的似合理非合理的特性。如果投资者能够采取较长远的看法的话，自然利率的变动可能就不会象现在这样大。实际的前景不会像搞金融活动的心情那样变得快而又变得大。投资的意愿既受到眼前前景的刺激和抑制，所以依靠短期的影响来制止市场情绪方面的剧烈以至不合情理的变动，就并非没有道理的事了。

所以现在我们可以把下述结论带到下一节中去：短期利率对于长期利率的影响远比读者所能想象的大，而且这一众所共见的事实是不难找到充分解释的。

三、银行体系能不能控制投资率？

直到现在我们还没有怎么来正面解答这个问题。前面已经说明：长期市场利率在一定程度内可以由于受到短期利率变动的影响而朝着所需的方向发展。可是市面利率即使有一点小变动，自然利率就会发生迅速得多的变动。所以我们的结论要成立就要有一个假定：银行体系有能力使市场利率和任何普通情况下的自然利率那样大量而迅速地变动。

求助于统计数字并不能证明这一点。因为发生信用循环这一事实本身就说明了银行体系不能使市场利率跟上自然利率的变动。所以肯定地说：直到现在为止，银行体系都没有充分成功地控制投资率以避免严重的不稳定状况。

因此现在我们便只能把银行体系支配下的各种方法列举出

来。只有到将来才能肯定地看出：有意识而又方向正确地、指挥若定而又恰如其分地及时运用这些方法是否可以解决这个问题。

（一）短期利率变动的直接影响

除了暂时不谈的国际方面的复杂情况以外，我们就没有理由可以怀疑中央银行有力量使短期利率在市场上生效。这些变动本身必然会在所需方向发生一些效果。因为它们至少能决定营运资本和囤存流动存货的流转基金的利息成本。可是根据第四篇中所述的理由，我却认为营运资本或流动资本方面的投资量对于短期利率本身的变动并不具有敏感性，除非这种变动能造成于物价变动的预期。营运资本和流动资本投资量的变动对于促进繁荣和加重萧条当然有重大的作用；可是我却怀疑它们是否可以仅用改变银行利率的办法来引起或避免。一般说来它们只代表固定资本投资量的不平衡所引起的物价水平的变动的滞后反应。

我认为可以对营运资本和流动资本投资的意愿直接发生作用的那些影响，与其说是货币本身利息的低廉或昂贵所造成的，还不如说是由于我在下节中称为“未满足”借款人边际获得满足的程度造成的。

另一方面，低利借款，象本章第二节所述的那样，通过债券市场的变动对于新投资量所发生的直接影响可能更为重要，即使这项变动很小也是这样。对于制造业工厂投资多少的意愿，似乎对于债券利率的微小变动并不怎么敏感。可是工业方面所需的新固定资本量甚至在最盛时期也是比较微不足道的，因此在局势中便不是一个大因素。世界上的固定资本差不多整个都是建筑、交通

运输以及公用事业的设备；这些方面的活动甚至对于长期利率的微小变动的敏感性，虽然时滞相当大，但肯定都是值得考虑的。

（二）未满足借款人边际

然而，银行体系放宽或紧缩信用并不单纯是通过贷款利率的变动而达到的，同时也通过信用量的变动来达到这一目的。如果信用的供应在一个绝对自由竞争的市场中分配的话，这数量与价格两项条件就将十分严密地相互关联，毋需分别考虑。可是实际上却有一种可能情形应予考虑，即银行货款的自由竞争市场的条件并不能完全满足。因为事实上并不具备借款条件的人，只要所愿付的利率高过其他借款人，便可以从大不列颠的银行体系中尽自己的胃口借款，——至少在大不列颠是如此，我相信美国的市场比较起来更有自由竞争性。也就是说大不列颠方面对于借款人所持的态度有一种限额分配的传统制度存在，对任何个人的放款数额并非只完全取决于借款人所提供的抵押品和利率，而是同时也参考借款人的意图以及他在银行心目中的地位是不是一个有价值或有势力的主顾。因此通常总有一批边际未满足的借款人，没有被看成应当首先得到银行的关照，可是在银行方面认为可以多贷的时候却完全愿意贷款给他们。

由于有这种未满足的边际存在，同时银行方面对于借款人的合格性除了利率以外的其他标准又有变化，这样便使银行体系在短期利率的变动以外还有一种辅助办法来影响投资率。按照这种方式刺激投资的过程到没有任何未满足边际存在时就不能再继续下去；相反的过程当未满足边际已经开始把能够通过创造头等品

级的票据或直接向银行存款人借款的有势力的借款人包括在内时就不能再继续下去。可是在这个限度以内，银行对投资率的影响就可以超过与同时发生的短期利率变动（如果有的话）相配合的程度。

也就是说，英格兰银行并不会只规定银行利率，而让银行货币量去寻找自己的水平；同样也不会只规定银行货币量，而让银行利率去寻找自己的水平。它对两者都加以规定，——在某种限度内独立地予以规定。定好之后才实际上邀请会员银行和金融市场合作，共同使如此规定的银行利率在同样规定的银行货币量的基础上发生效力。

取得这种合作的有效武器是威胁、协议和惯例。英格兰银行可以用威胁的方法来影响局势，因为最后说来，它始终有权变动银行货币量来使它的银行利率生效。所以当官定银行利率不生效的时候，假定其将暂时不变而进行交易，便是不稳当的。因此，必要时变动银行货币量的潜在威胁在适当条件下对利率便具有与实际变动相同的作用。

协议的成分其所以会参与进来，是因为清算银行同意付给它们在伦敦的定期存户一种与官定银行利率保持一定关系的利率——以前比官定利率低一厘五，现在则低二厘。这种协议对于银行所愿采用的放款利率的作用与其说是理智的还不如说是心理的，对于它们所愿贷与金融市场的短期放款的利率说来尤其如此。后一种利率同样也随时受到清算银行行际协议最低额的影响。除了这些协定问题以外，还有许多习惯和惯例存在，根据它们银行放款所收取的利率对官定银行利率或多或少地保持着一种固定关

系；例如对证券交易所的放款以及许许多多透支与垫款的固定协议，利率都是事前根据官定银行利率商定的，并且不轻易变动。因此，比方当官定利率提高时，许多银行放款的利率也自动地等量提高。如果有某些老借款客户由于利率提高而不愿再借的话，那末未满足边际中便有更多的人可以获得他们一直要求的贷款。当国际间复杂的情形需要一种可以干涉国内投资率平衡的银行利率水平时，英格兰银行这种在一定范围内独立规定银行利率和银行货币量的权力便特别重要。

上面的分析主要是关于伦敦方面的；在那儿没有这种分析便不能理解事态的过程。至于美国方面，对于会员银行所欠联邦储备银行的债款额的影响差不多也获得了同样的重要性，最近几年来尤其如此。自从1920—1922年的繁荣与萧条之后，联邦储备银行体系实际营业方面最显著的变动是会员银行逐渐形成一种惯例，不愿对联邦储备银行连续不断地负债。因此，对于会员银行为新投资计划实际提供的帮助说来，当时所存在的联邦储备银行信用量究竟是以会员银行的贴现为基础，还是以联邦储备银行本身的黄金和公开市场业务为基础，就大有分别了。在前一情形下，会员银行将竭力设法减少贷款并且把边际合格借款人推出去；在后一情形下它们便将迫切地替它们的资金寻求出路。在一定的时期中，上述两种情形究竟哪一种占优势，可由联邦储备银行予以决定。

（三）发行公司和证券承销商的地位

在现代世界中，用于新投资的长期借款量极其直接地取决于

首要发行公司和证券承销商的态度，它们是最后借款人与贷款人之间的居间人。这个制度的现阶段状况还有些特别，这方面迄今还找不到一本全面的和正确的记载，关于证券承销制的演化史(不到五十年的经历)也同样找不到。

大规模的发行公司现在还为数不多，并且在活动上也往往是彼此配合的。它们也受到中央银行的影响，要是没有后者的善意关照，它们的营业就会十分危险。它们很关心自己的信誉以及它们的发行在购买证券者心目中的"成就"。因此，如果债券的价格缓缓上升，而不久之前所发行的证券从发行价格看来说明有利可图而非亏本的话，发行公司就会方便继续借款的人；在另一方面，如果趋于下跌的话，则将予以限制：——因为在后一情形下，它们将限制新发行的数额来"保护"以前发行的证券的市场。这儿在现行市场利率下实际上又出现了可能借款的未满足边际借款人，市场也并非完全自由的。

因此，信用松动以及中央银行鼓励发行公司营业的气氛，可能使新投资的资金供应和它在中央银行不赞同新发行的相反情况下大大不同，——这种差别和债券牌价的变动(可能很小)，可能完全没法比。①

---

① 参阅里夫勒前书第 121 页上的一段话："当债券市场受到压力，债券价格因而趋于下跌时，长期贷款的本期充分需求量便受到一定的限制。例如，在这类时期里，新债券的发行量通常都减低到很小的程度。这种情形部分地反映了借款人不愿支付现行利率，投资公司不愿增加市场上业已明显存在的压力这一点，也使它受到影响。甚至连那些愿意支付现行利率的借款人，也因此而往往发现难于获得他们所希望的贷款。有些人向投资公司商借新贷款时可能完全被拒绝，或者叫他们暂时等一等。其他的人可能暂时获得银行贷款或者银行愿意承购的短期票据……

"在另一方面，当债券价格上涨其收益由于投资资金数量增加而相应下跌时，这种

这又是一个例证，说明了长期的营业对于短期考虑所具有的敏感性，并且也说明了中央金融当局单纯创造气氛，而不在放款利率上造成任何耸人听闻的变动时能有多大的力量在短时内抑制或刺激投资率。

（四）公开市场业务达到饱和点的问题

以上所讨论的是中央银行运用其职权放松（或抽紧）信用状况从而刺激（或抑制）新投资率的正常和正统方法。如果这些方法能恰如其分地及时运用的话，我就怀疑除此之外是否有必要常常运用下一节中所叙述的非常办法。也就是说，只有未能及时采取比较温和的补救方法而让剧烈的暴涨暴跌情形得到发展时，才会要搬出更极端的措施来，而且甚至连这些更极端的措施也有理由怀疑是否充分有效。

这些非常办法实际上只不过是强化的公开市场业务正常办法而已。据我所知，公开市场业务的方法还没有运用到极点的情形。中央银行至今对于那种使银行货币总量大大超过或不足其正常量的办法始终是过分犹豫不定。这也许有一部分是受了“货币数量说”中的粗浅说法的影响。可是我认为这种态度忽略了市场“看涨”或“看跌”在银行货币需求方面所起的作用。同时也忘记了金融流通和工业流通的关系，忽视了一个统计方面的实况，——前者

资金供应增加的全部影响可能并非完全反应在……债券收益低减方面。在这个时候新证券的发行几乎永远会迅速增加，这项资金有一部分可能被这方面吸收……其它情况下不会被利用的其他方面的需求，也让它们进入了市场……。证券发行的增加有一部分代表着低廉利息对于需求的刺激，可是大部分的增加除此之外还代表着部分地受到控制的需求的解放，这些需求主要只有当其它条件和利率都有利时才进入市场。”

的规模可能完全和后者一样大，并且发生剧烈变动的可能远超过后者。

所以我认为更大胆的办法有时是可取的，当资本家方面对有价证券死盯住"看涨"或"看跌"时，就可完全没有严重的危险。遇到了这种机会时，中央银行应当把它的公开市场业务推行到充分满足公众存储储蓄存款的愿望的程度，而在相反的情形下则完全用净这种存款的供应量。

当要应付的是金融流通时，我认为上述措施对工业流通用得过快和过猛的危险在信用膨胀的时候比信用紧缩的时候小。可是在另一方面，制止"暴涨"，比制止"暴跌"更少需要运用极端办法。我只怕"暴涨"差不多总是由于银行体系行动迟缓或力量不够而造成的，它们本来可以不这样；有人认为，难于收拾而一切正常的控制方法都无效的是"暴跌"，这种看法倒更有理由。所以我们现在要集中讨论的便是制止暴跌的问题。

所以我对于暴跌顽固地持久存在的局面所提出的补救办法就是由中央银行收买有价证券，一直到长期市场利率下降到低于下限时为止。关于这一点我们还要用几段话来说明一下。中央银行(国际间的复杂关系暂时不谈)应当有力量使长期市场利率降低到本身打算用来购买长期证券的任何数额。因为资本家方面的看跌心理从来不会"十分"顽固的，当储蓄存款的利率低到差不多等于零时，饱和点很快就可以达到。如果中央银行供给会员银行的资金超过了会员银行可以用短期贷款的方式贷出的量时，短期利率首先就会向零位下跌；其次会员银行纵使只是为了维持本身的利益也不久就会开始自行购进证券，以响应中央银行的行动。这就

意味着债券的价格将上涨，除非另有许多人看到长期债券价格上涨时，情愿抛售，并以极低利率保持收益的流动性。比方说，如果长期利率比短期利率高出周息三厘，这就意味着债券价格在这些人心目中的数学期望便是降低周息三厘；当债券价格实际上涨而中央银行又促使贷款利率降低时，那末除非长期看来普遍认为债券价格已经达到极其过分的水平，否则似乎就不可能有大量这种抛售。这是一种可能情形和限制因素，稍后就要再加讨论。如果这种办法的效果是使"证券"（即普通股票）价格上涨得比债券更多，那末在暴跌时候便不致因此而发生有害的结果；因为投资方面通过普通股票的出售和高昂的债券价格极易筹得资金，从而受到了刺激。此外，在市面萧条和企业亏蚀的时候，"证券"似乎不大可能有十分过高的价格。

因此，我认为中央银行，只要足够地坚持公开市场政策，就可以大大提高为长期投资筹集新资金的成本，这一点是没有多少理由可以怀疑的。可是实际究竟有哪些因素限制了中央银行推行这种政策的程度呢？

第一是"弹药"充分不充分问题，也就是持续足量买卖适当证券的实力问题。缺乏适当的"弹药"使中央银行受到阻碍的情形，出现在它企图紧缩银行货币量时的可能性比它设法扩增银行货币量时大，因为在它的紧缩政策开始时，有价证券的贮存必然是有限的。可是缺乏弹药的问题在某种意义下却是和扩增政策相违抗的；因为中央银行所购进的债券种类一般说来是有限的，因此如果它继续象这样收进到超过某一点以后，就很可能使这些证券相对于其他证券而言创造成一个完全人为的局面。——曾经提起过，为

了预防呈现的弹药不足，因而不能把公开市场业务贯彻到底的情形，我在本书第77页上曾提出：中央银行应当有权在一定限度内改变会员银行的规定准备额。

第二，有一种情况可能出现：——自然利率一时下跌到使得长期市场上借款人和贷款人的看法的距离罕见地大。当物价下跌，而利润低微，未来的情形不肯定，而金融界又情绪消沉和惊魂不定时，自然利率可能暂时下跌到差不多化为乌有的地步。然而正是在这种时候，贷款人情况也最为危急，除开最无懈可乘的证券以外，也最不愿将其资金投入长期方面。因此债券利率远不会非朝着零位那个方向下跌，反而在抛去中央银行的活动之后，自然可能有希望高出正常水平。我们大有理由可以问：在这种情形下，**要不是责成中央银行购买债券，直至价格远超出该行所持的长期标准**，又怎么能使长期市场利率和长期自然利率相等呢？然而如果它对于长期标准的天然认识是正确的，这就意味着象这样买进到一定的程度当其日后必须转而卖出时，就可能造成重大的金钱损失。读者应当注意的是：这种情形只有在资本家方面预测错误，而中央银行和长期借款人对于未来的利润率看法又有分歧时才会出现。

当私人机构认为将来的前景风险特别大时，中央银行——我们也许可以希望中央银行作为公众利益的代表者——应当准备承担这种风险。但是可想而知：抉择的问题在于究竟是承担未来的损失，听任暴跌继续发展，还是采取社会主义式的行动而由某种官方机构来接替冷冰冰的企业家所不宜处在的地位。

可是我要重复一遍，这种极端情况可能不致于发生，除非这是由于过去某种错误造成的，也就是：——人们没有及早地挽救萧条

的趋势，以致使信心完全丧失，使企业的精神和实力元气大亏。

第三个限制因素是存在着国际间的复杂关系时产生的，我们在前面一直没有讨论，可是现在却必须予以补述。

（五）国际方面的复杂关系

我们终于讨论到今天世界上老练的货币管理机构避免萧条与繁荣所不能逾越的限制。我们如果忽视或把这种限制或者尽量说得小些，那便是愚蠢的做法。成为国际金融体系的一员的任何国家的中央银行，甚至连美国的联邦储备银行体系在内，如果单独行动而没有其他中央银行的相应行动协助的话，就都没法希望保持它国内物价水平的稳定。此外，各中央银行的利益大体上虽然是一致的，我们却不能指望在细节上始终都如此。根据我们在前面讨论价值标准是否应当成为国际性问题时所提出的理由看来，不同的国家它们的目前利益可能各不相同，打算用来维持其中某一国的就业稳定的行为并不一定能在另一国家中造成同样的结果。

对于目前阻碍我们在科学地管理价值标准以及保持整个世界投资平衡等方面取得任何成就的国际方面的复杂关系说来，唯一适当的补救办法，可以在下一章中概略介绍的国际管理制度中求得。

目前，要减轻那种牢固地卡在我们头上的“偶然性统治”所造成的流弊，看来唯有下述的办法才能办到。

第一点，人们不必过分强调国际间相互依赖的重要性。一个国家可以应用健全的国内的管理来维持就业和企业生活的平衡是大有可为的。如果国际贸易和国际投资贷付在它的经济生活中只

占一个较小的比例的话，那末，它被迫承受的国际波动也会相应地受到限制。[①]此外，任何国家至少都可以设法使本身不成为波动的中心，以及其他地方不平衡状态的祸首，而且可以根据本身的所值对一般局势的稳定提供应有的一份。

第二，人们不必过份夸大不同国家之间利益的分歧程度。当遇到的问题是一个重大的波动时，每一个国家便都处在同一境地了。例如，1929 年时表面上似乎可以说美国的利益和世界上其他国家的利益是分歧的；可是美国各当局根据这种假定采取行动后，实际上却使 1930 年的风暴准定发生了，而它们自己所受到的影响至少和其它国家同样严重，其时那一风暴已经由于主要应由大不列颠负责的原因而露出头来了。所以，大致说来，正确地理解的合作对每一个国家都有利。

世界各处的市场利率和投资量都主要由贷付国的行动决定。因此，如果主要贷付国合作起来的话，它们便可以做出很多事情来避免重大的投资不平衡状况：——这里所说的主要贷付国也就是指大不列颠，美国和法国而言。而且如果法国愿意置身事外的话，那末只要大不列颠和美国采取共同行动，通常便也可以控制整个局势。

最后，当一个国家的对外不平衡使它陷入严重失业状况时，我们的武库中还剩下一种武器可以使它部分地把自己挽救出来。在这种情形下，中央银行企图降低市场利率和刺激投资的公开市场

① 由于这一理由，维持国内稳定的问题在美国比在大不列颠方面要简单得多。比方说，美国的对外投资吸收了大概 5%的国内储蓄；可是大不列颠在平衡状态下却吸收了几达 40%的储蓄。

业务可能由于失误反而刺激了对外投资贷付，因而引起力不胜任的大规模黄金外流。这时中央当局随时准备贷款的办法就不够了，因为资金可能流到不对头的人手中去；它还必须随时准备借款。换一句话说，政府本身必须提出一个国内投资计划。要抉择的问题是：究竟雇用劳工创造一种收益低于市场利率的资本财富呢，还是完全不雇用。如果遇到这种局势时，不论是国家的眼前利益还是长远利益，采用前一办法都可以得到增进。但如果国外借款人跃跃欲试的话，那便不可能在一个公开竞争的市场上使利率降低到适合于国内投资的水平。这样一来，就只有采取一种办法，实际上由政府津贴那些公认优良的国内投资，或由政府亲自支配国内资本发展计划，才能获得所希望的结果。

关于把这个方法应用于大不列颠在1929—30年的局势中去的问题，我在其他地方已经写过很多了，此处不赘。假定至少是暂时不可能像国内成本相对于国外成本而言降低到足以大量增加对外贸易金额时，那末提出国内资本发展补贴3%的计划来津贴国内的投资，倒的确能扩大目前的就业和将来的国富。在这种情形下，唯一的另一个立即可用的补救办法便是，排斥外货进口来补贴对外投资；这样一来，增加出口以便将对外贸易余额提高到平衡水平的办法失灵时所没有达到的事情就可以由进口量减少来补救。

四、1930年的暴跌

我这部分结论是在1930年全世界的暴跌中写出的。一年之中批发物价指数下跌了20%。一年以前世界市场上许多最重要的大宗产品，如小麦、燕麦、大麦、糖、咖啡；棉花、羊毛、黄麻、生丝；

铜、锡、锌;橡胶等价格都比今天高出50%。美国的生产指数下降了20%以上。大不列颠、德国和美国至少有10,000,000工人失业。我们不得不深深地感到,这些不幸现象极需用科学的办法正确地诊断其原因。这种大灾祸是否可以避免?是否可以补救?

因此,我就不禁要不揣冒昧地对那些因为"身在此山中"而不能清楚辨认的当前事态发表意见了。这意见就是我对已出现的事情的根本原因的看法,兹叙述如下。

战后世界和战前世界比起来,投资因素最显著的变动是市场利率水平高。大略说来现在的长期利率差不多比20年前高出50%。然而工业国家人口的增加却不像从前那样快,每一个人在房屋、交通工具以及机器等方面的配备也远比20年前为优越。在另一方面,对于世界落后地区的投资贷付量也不特别大;——其实正好相反,原因是俄国,中国和印度等境内人口占世界人口总数绝大部分的国家,由于这种或那种原因,差不多可以无息地向国际市场借款;而美国又从一个债务国家变成了一个债权国家。那末,利率又为什么那样高呢?

我认为答案是这样:在战后的几年中,插进了许多下面即将列举的原因把自然利率维持在一个很高的水平上;最近这些原因却不生作用了,而另一些原因却又维持住了市场利率;结果,现在借款人与贷款人的看法相当突然地产生了罕见的距离,也就是自然利率和市场利率外间的距离。

可以说明,欧战后的几年中,自然利率有显明的理由暂时高于其长期标准。其中特别是由于需要大量的投资来恢复和平时期生产的营运资本的流转基金。接着还有战争所造成的破坏要恢复,

房屋缺乏问题应予解决等。这一阶段也许到1924—1925年就结束了。那时某些新工业却正在导致大规模的投资，特别是在美国——例如使用电力(也有使用沼气的)的公用事业，汽车工业和行驶汽车的公路，①电影和无线电工业。这些活动都发挥了作用，把自然利率维持在某种程度上。可是回顾以往时，我倒认为最近一次崩溃的种籽，早在1925年时就已经播下了。那时美国以外国家的自然利率也许正在下降。可是在这个时期前后——有些国家较早，有些国家较后——接着发生了两件并非完全没有关连的事情，即金本位制度的普遍恢复和赔款与战债的清算；它们都多少有些不顾自然利率的现实基础而维持了市场利率。

因为这两桩事情虽然和新投资的真实收益并无任何关系，但对于市场利率却有强大的影响，那些肩负着新责任要维持金平价的中央银行都自然而然地惶惶不安和不想担负风险，其中有一些是由于它们刚刚挣脱通货的灾难以及伴随而来的信用完全丧失的困境，另一些(特别是大不列颠）则是由于以一种岌岌可危的高平价恢复了金本位，这种金平价和它们国内现存的平衡状况大概并不配合。惶惶不安的结果不可避免地把全欧洲引向信用限制，其他许多地区则发生了交感反应，然而这种信用限制却完全不是实际的基本经济现实所要求的。大不列颠带头抓紧信用并敦促加快步伐全面地回到黄金上去。自由黄金（也就是愿售者所掌握的黄金)供应量不足使局势大大地严重化。实在说，在这个时期，只有

① 1904年美国用于公路和桥梁的支出是59,500,000美元，1914年增至240,000,000美元。至1928年此项数字增至1,660,000,000美元（参阅《公共工程的计划和管理》第127页)。

美国完全没有进行任何程度的信用限制。

当这种限制的趋势正在扣紧投资贷付的条件并使证券购买者转硬的时候，这些事情在另一方面却造成了一批借款人，他们打算付出的价款条件，完全不是打算实际新投资的可能收益而来的。这种借款人有两种典型。首先第一类是“困难”的借款人，——这样称呼最恰当——主要地是各国的政府；它们借款并非为了生产企业的投资，而是为了偿还它们迫在眉睫的债款，满足它们的债权人和履行它们条约中所应承担的义务。这种借款人所付出的贷款条件取决于借款人方面，对本期投资的未来收益似乎并没有什么关系。第二类是“银行业务”借款人——有时候是政府，有时候则是银行——它们借款也不是用于生产企业的投资，而是为了建立一个黄金和对外贸易余额构成的流动准备，来保护它们新恢复的通货。美国在1927—1928年出现了一种特殊情况，其长期高利贷款(大部分贷与欧洲国家)超出它的外贸顺差好几倍；美国之所以能如此做，是因为这些借款者把刚借到的大部分长期贷款马上以短期形式转存在美国，所付利息比转存于美国的短期存款可以取得的利息差不多要高一倍。在两三年中象这样按长期条件借收并按短期条件转存的款项大约有500,000,000英镑。这种情形自然就打乱了短期和长期利率之间的正常关系，如果它们主要取决于借款作实际投资的人的看法的话，就会出现这种正常关系，而且从长期说来也必然会如此决定。

最后到1928—1929年时，在这些“虚浮”的长期借款人(不受本期实际投资收益影响的借款人的称号)之外，又加上了一批第三类“虚浮”借款人，这回却是短期方面的“投机性”借款人，他们借

款仍然不是用于新生产企业的投资，而是投入“证券”(大部分具有半独占性，不易于仿效)方面的“多头”，这种动态曾经轰动一时地盛行于美国，然而也不同程度地出现于世界上大部分的证券交易所中。此外，银行界的保守意见渴望使这种投机狂告一段落，这使中央银行新添了一种动机要限制信用。

据我的判断，到1929年年中时，“真正”借款人(如果对于那些把款项用于其本身根据所提供的价款条件认为有利可图从事实际新投资的人可以如此称呼的话)的活动在美国以外的许多国家中已经降到水平以下，并且逐渐被排挤掉了。当战后重建工作和新式工业等方面较迫切的要求已经满足之后，他们干脆就不值得再以相当于储蓄量的规模按高昂的市场利率借款；——这种高昂的市场利率一部分是由“虚浮”借款人维持的，一部分则是由中央银行信用政策维持的。

因此，市场利率和自然利率之间象这样产生的差额便成为物价水平低落的基本原因。可是一旦上述情形开始在企业家中引起“萧条”心理之后，当然就会象往常一样，其它在数量上也许更大的影响便来推波助澜了。

因为我认为就整个的世界而言，本期投资相对于储蓄量而言的缺少，最初虽引起了萧条，但物价水平暴跌至远超过5%的情形，却不是它本身所造成的。可是当由此造成的损失大到足以使企业家减产时，就马上由于营运资本减少，以求与降低后的生产水平相配合，而使投资净额发生了程度大得多的减少。因此，生产每一次由于新投资的进一步减少而削减时，就促使物价进一步下跌；这就增加了那些继续营业的企业家的损失，而这损失又转而使

生产再进一步削减。我们在第三十章(第七节)中已经估计过这一因素对于美国营运资本所发生的影响。

在暴跌的最初阶段，营运资本的这种减少也许有一部分被存货堆积所造成的流动资本增加所抵消了。在下一阶段，存货一般都开始减少，这种情形延长了净投资总减少量超过固定投资减少量的时期。可是最后会达到一个营运资本和流动资本都不再下降的阶段，这是因为:(一)工厂即使赔本也不能继续缩减生产，否则就不能维持机构和对外关系；(二)企业界的预期业已发生改变；(三)存货达到了最低量；(四)社会普遍穷困因而使储蓄减少(如果在此以前没有其它原因的话)；这个阶段一旦到临，暴跌便已经到底了。

因为促使固定资本投资减少状况更趋恶化的营运资本负投资只有在生产继续暴跌时才会发展。当生产下降到一个低水平并且保持在这里的时候，营运资本的减少便告中止；因为后者不是低产量水平的函数而是低落中的产量水平的函数。所以生产指数一旦不再下降时，净投资的减少量便立即降低，这种情形本身就会促使物价提高并促使损失减低；因为物价只有在生产量下降时才会达到极低水平，当产量不再下降时就必然会回升。不仅如此——当生产指数回升时，营运资本的投资增量就必然会抵消过去的反投资量。当这种情况继续发展时，营运资本中的再投资将部分或全部地抵消固定资本中的投资缺少量，而自然利率也将暂时地赶上市场利率。可是当生产指数停止上升时，如果长期市场利率超过长期自然利率的现象没有用减低前者或提高后者的办法补救的话，物价可能又会开始回跌。在这种情形下，由于有了这些自发性

次级摆动，尽管基本情况不利于持久的复苏，也会出现一种规模庞大的过渡性恢复。

所以，只要等一个时期而毋需有意识地应用任何补救办法，部分的恢复就预料可以出现。可是如果我的诊断正确的话，除非整个世界的长期市场利率都降到战前水平上下不远的地方，否则就不能希望有全面而持久的恢复。如果办不到这一点的话，便将有一种持续的压力推向利润紧缩和物价水平下跌。然而利率的下降除非是有意拟定政策使之加速，否则便多半是一种长期和沉闷的过程。因为暴跌本身便造成了一批新的“困难”借款人，他们必须在可能索取的最高条件下筹集款项弥补损失。国际收支平衡由于出口商品价格下跌而被推翻的那些国家的政府尤其如此，澳大利亚和巴西便是两个显著的例证。情形决不会由于借款缺乏，迫使利率下降，因而不药而治；**因为它为弥补损失而从储蓄中吸收的资金正和它为投资资金而从其中吸收的量相等**。第二，贷款人那时久已习惯于高昂利率。战争、战后的复兴工作，“虚浮”借款的时期等等促使利率在十五年来始终维持着极高的水平；在前一辈人看来，这种水平简直是想象不到的。因此，当短期利率不超过 2 厘的时候，收益达 4.5 厘至 5.0 厘的第一流的债券在近代金融家看来并不象他的父亲那一辈人那样认为是一种了不起的好生意。因为很少有人关于正常和持久性的标准不是主要取决于近十五年来的实际经验的。

然而顽固地坚持方向错误的货币政策，继续损伤资本主义社会基础的元气，谁又有理由怀疑最后将出现的结果呢？除非是在金融方面的首要国家中，当储蓄用于投资而不在金融损失之中浪费

的话，那么它们的现存储蓄量便足以使资本的增加比人口快五倍。除非我们把储蓄浪费掉，否则，我们又怎样能年复一年地替它们在收益略近于现行长期利率的企业中找到出路呢？所以我就大胆地预言未来的经济历史家，将认为 1930 年的暴跌是战时利率和战前利率重现二者之间的一场殊死斗争。

现在，这种局面好不容易终于肯定地会自动出现了。无需以现金形式保持而存为短期存款的投资资金，在大不列颠约有 1,000,000,000 英镑，在美国约有 4,000,000,000 英镑。直到最近这些资金才获得了优厚的利率。在那些困难和危险的日子里，持有人都迟迟不愿动用它们，可是迟早总会愿意的。这笔资金在可以获得 6 厘或 5 厘或 4 厘利的时候，如果只获得了 2 厘、1 厘甚至一无所获，便会使持有人感到厌烦。到时候群众会动起来，那时我们将忽然发现在目前的利率下，债券的供应量实在太有限了。

如果原因就是这些，那末暴跌是否可以避免呢？是否可予以补救呢？我们分析出来的原因既然都是政策的后果，因此在某种意义下是可以避免的。然而如果当轴诸公的思想和观念不大大地改变，政策便显然不可能彻底翻新。这就是说，所发生的事情严格地说来不是属一种偶然状况，而是根深蒂固地包括在我们一般的行事方法中。

可是即使过去的已成过去，我们对于将来难道就要抱命定论的看法吗？如果事情任其自流的话，结果就可能是灾难性的。物价持续低于生产成本的时期可能长到足以使企业家觉得除了向生产因素的货币收益开刀以外别无他法可想。这在一个资本主义的民主社会中是一种危险的事情。在这技术改进大踏步地前进的时

候，我们只要愿意就可以把自己的生活水平逐年提高一定的百分比；我们如果在这样的时期里还陷入了困境，那就未免太愚蠢了。十一年来我一直成了预报凶兆的人，首先是在“和平”的经济后果上，其次是在“恢复金本位”的经济后果上，我希望这回再也不要这样了。

物价最后确定在那个水平上要取决于利率是否首先降低或者削减生产因素收益的做法是否事先获得成功。因为如果事先发生了后一方面的现象因而形成了收入紧缩的话，那么在利润紧缩中止后出现的平衡物价水平也将相应地略低。正如第三十章（第八节）中所提出的那样，我们面临的危险恐怕将要实际体验“吉布森异说”的内容，也就是说市场利率在下降，可是速度总是绝赶不上自然利率。于是就会反复出现利润紧缩，从而一再发生收入紧缩和物价水平下降的现象。如果这种情况出现的话，目前的资本主义——个人主义制度就肯定会被影响深远的社会主义所代替。

因此我认为，补救的办法在于让大家普遍认识到：只要我们打算用我们的银行体系来适当调整市场利率的话，投资率就不一定不能控制。也许这只要大家普遍相信极低利率的短期能长久维持下去就够了。这种改变一旦开始便可以自生自繁。

关于特殊补救办法本章中提出有两个是适合于这种时机的。英格兰银行和联邦储备局都可以对会员银行施加压力，使之进行在共同行动下有利于其本身的事情，也就是共同将存款利率降到极低的数字，例如降到半厘。同时这两个中央机构应当彻底执行银行利率政策和公开市场业务，事先还应取得同意，采取步骤防止因国际黄金流动而造成困难，干扰这种政策和这种业务的执行。也

就是说，它们应当联合起来共同维持一个极低的短期利率水平，并且以扩充中央银行货币或者抛售短期证券使直到短期市场饱和为止的办法来购进长期证券。如果我的看法正确的话，目前刚好就是限制公开市场业务彻底进行的某一种条件不存在的时候；因为现在并没有下述情形存在（至少目前还没有）：——债券价格相对于其长期标准而言超出了合理的预期额，以致人们可以继续购进而无需担心赔本。

根据本书的论点看来，我们只有在沿着上述路线采取审慎而有力的行动遭到失败之后，才有必要承认在这个时机上银行体系不能控制投资率，从而控制物价水平。

第三十八章　国际管理问题

在第三十六章中我们已经得出一种试探性的结论说：不久将来的理想通货大概应当采取一种国际本位，而适度的国内自主权所须的某种保障和折衷办法，却是可以有的。

承认这一点之后，那末用黄金作为我们的国际本位便显然大有好处，不过要事先说明我们可以把这种金属当成一位立宪君主，完全听命于掌握主权的"中央银行内阁"。因为采用这种办法以后，我们虽然也有一些花费，其数额就是开采货币黄金所需的常年成本，但却可以使得胆怯的人具有信心，并且也可以提前几十年使这个科学方法被采用。

因此，我们所面临的极终问题就是通过某种国际机构发展出一套管理黄金本身价值的方法。

在 1929 年 6 月写出的本章初稿中，我曾经写道：如果批发物价指数的下跌趋势继续发展很远，这种流弊就会达到造成巨大灾害的地步。我又写道：如果看一看：自从 1922 年热那亚会议的决议表达了欧洲最为审慎的人士合情合理的戒惧与针砭之论以后，这许多年来世界各中央银行处理一般业务时表现得混乱而又糟糕，意见也彼此分歧；公平地说，这种情形造成了极大的损失和停滞，思之令人不寒而栗。当然，除非中央银行能够发展和具备一定程度的热心公益的精神，否则国际本位就不能维持多久；英格兰银

行在某些事情方面不论怎样错误，但在蒙塔古·诺曼先生领导下时却在公益精神方面树立了光辉的范例。

以上的话写好以后，当时我所害怕会出现的物价水平进一步下跌果然发生了。也许是由于这一理由，世界上的舆论比 1925 年时更愿好生看待关于彻底改革的建议了。

一、国际管理的双重问题

管理国际黄金价值的长期趋势和消除出现在这趋势上下两面的短期变动，是两个截然不同的问题，至少就下一意义讲来是不同的：——获得长期稳定性所应用的方法不一定就可以避免信用循环的摆动。然而两者有时也互相联系，因为长期趋势需要物价水平的引发性变动，才能产生乃是引起短期变动的可能原因之一，因为它只有围绕着本身造成一系列摆动才能体现出来。

所以，我们必须把国际管理的这两个不同目标明确地区分开来。如果我们的原意是使我们的现存经济机构尽可能有效地为创造财富而工作，那末避免投资不平衡便是两个目标中比较更重要的一个。由于这个缘故，长期趋势择定最少需要引发的变动、因而也最少可能干扰储蓄量与投资量之间的平衡的那种动态便比较有利。可是由于有些金融契约必然产生期限较长或更能抵抗诱发性的变动，所以长期趋势问题本身也产生一些影响收益分配的便利和平均的问题。这样说来，对于这国际管理当局说来，我们责成它完成的日常工作是尽可能维持全世界储蓄量与投资量之间最大的平衡，除此之外，我们还能为它提供什么标准作为长期方面的指南呢？这个问题最好是将本书各处散存的讨论结果收集拢来予以

答复。

物价水平的长期动态应当是缓慢而稳定的，这一点比许多有资格的选侯中究竟要让哪一个登上宝座的问题更重要得多。就我个人而言，如果遇到这种场合，我就准备服从多数，接受那个能够获得最大多数人支持的当选者。可是当我们一旦确定了我们的本位应当是国际性的，我认为，有资格的选侯便一定会大大减少。

因为这一点既然确定了，我认为我们就应当放弃所有旨在保持单位劳作量的货币价值稳定的价值标准，也就是放弃旨在稳定计时报酬而非效能报酬或单位产品报酬的价值标准。因此国际本位就有理由要和某些国际物品整体的货币价值发生关系。可是由于世界各处的人类劳作效能相差很远，并且不同的地区在头十年和下一个十年中的变动程度也各不相同，所以并没有一个这种类型的本位可以适于国际方面。因此，竭力赞成稳定"报酬本位"(原书卷一，第 63 页)的人便必然主张国家或地方本位，而不主张国际本位。

这一理由也可以使我们毋需详尽或精确地说明怎样用消费本位或货币购买力本位作为我们的国际本位。因为这种本位也是因地而异的，并且我们也必须承认，这种类型的本位没有一种可以适用于国际方面的。

所以我们便不得不再回到某种更粗糙而现成的国际物品整体上来。我认为最好的办法是：大致上选定60种具有世界意义的标准食物和原料，把它们综合成一个加权指数，每一物品所占的总分量取决于由生产国计算的世界产量的货币价值，而价格则取决于这些国家的交货价格的加权平均数，用连锁法或环比法逐年作比较。

这就是说，我主张黄金价值的长期趋势应当加以管理，使之和略带粗糙的国际物价指数本位制（也有称为法定指数本位制）相符合。国际联盟经济与财政部所编的生产指数列入了 62 种商品。[①] 这 62 种商品也许再加上海运费便可以约略地说明我所想到的那种"物价指数本位"的大致性质。所列的商品如下表所示：

小麦	黑麦	大麦
燕麦	玉蜀黍	稻米
马铃薯	甜菜糖	蔗糖
牛肉与小牛肉	猪肉	羊肉和羊羔肉
咖啡	可可	茶叶
啤酒花	烟叶	棉子
亚麻子	菜子	大麻子
芝麻	大豆	花生
椰子干核	棕榈和棕榈油（生油）	橄榄油（生油）
棉花	亚麻	大麻
马尼拉麻	黄麻	羊毛
生丝	人造丝	生橡胶
机制纸浆	化学纸浆	水泥
煤	褐煤	石油
生铁和铁合金	钢（钢锭和铸件）	铜
铅	锌	锡
铝	镍	银
天然磷酸盐	钾碱	硫磺
天然鸟粪	智利硝酸钠	硝酸钙（挪威产品和含氮品）
氰氨化钙	硫酸铵	过磷酸钙
碱性熔渣	硫酸铜	

不妨顺便指出：国际联盟备忘录中所载的数字说明这种物价指数本位的价值用黄金计算在 1926 至 1928 年间下跌了 7%

① 见《生产与贸易备忘录，1923 至 1928—29 年》。

左右。

物价指数本位制既不能准确地衡量消费本位，也不能衡量收入本位：——即既不能准确地衡量货币的购买力，也不能衡量货币的劳动支配力。可是它除了简单并具有国际特性以外，我认为还有三种特性使它受人欢迎。

就如我们在本书第二篇中所看见的那样，随着技术发明的进展，商品价格相对于劳务价格而言将下跌；批发本位相对于零售本位而言也将下降，因为后者所包括的不大受技术革新影响的劳务的比例较大。因此，物价指数本位的稳定就意味着消费本位趋于上升，而报酬本位则上升得比消费本位更高：也就是说货币收入将增加，生活费用也将上涨，可是没有上涨得货币收入那样多。我认为这是物价指数本位的一种好处，因为这种动态整个看来可能和收入的"自发"性趋势相配合；果真如此的话，对于避免用引发性的变动来抵消与这种变动相关连的"自发"性趋势和短期不平衡的问题便是有帮助的。因为人类的本性是这样：要求提高货币收入的驱动力如果任其自然的话，就会超出平衡位域。

赞成货币购买力和货币劳动支配力降低而不赞成其上升的第二条理由我认为是很有道理的，但对于过去的既得利益估价比我高的人就不会象我这样认为有道理了。我认为最好是：由昔日借贷的债权（其中国债是最重要的部分）对于人类劳作以及其成果的支配权应当与时俱减。"进步"应当能使死人的掌握放松，死人也不应当任其掌握"进步"在往昔的指导者久已去也之后所获得的成果。因此物价指数本位与其他本位之间的差别长期看来将是有利的，而在短期内又不会太大，即使放款人和取得利率的已经充分预

见并预计了这种动态，也不致造成任何害处——这只不过意味着长期证券的本期收益将包括一小部分偿还资本总额的偿债基金。①

物价指数本位制的第三个优点我认为是长期稳定这种本位的目的和避免投资在短时期内失去平衡的目的相互配合的情形。因为和国际物价指数本位极相类似的批发物价指数，对投资不平衡是最敏感的，并且反应也最快；因此管理当局如果把物价指数本位当作长期标准的话，将就不会那么忽视与之并行的短期职责。

因为消灭信用循环的问题必然会是这种国际管理当局首要任务，而就目前整个世界的知识水平和舆论状况说来，这又是它最困难（很可能是过于困难）的问题。在这种任务中，该当局必须和所属中央银行合作，并帮助各行的行动。没有各家中央银行，它就会所成无几以至一无所成。有了之后究竟能成就多少，就要看它们的集体智慧和公益精神如何了。关于可用的机制，我将在下节中略抒己见。

二、国际管理的方法

未来的国际货币管理体系究竟会五脏俱全地诞生呢，还是会逐渐发展而成呢？大概是后一种情形居多。然而，当一个人坐在桌子旁边草拟一个理想体系时，所想到的自然是一个完整的东西。所以我首先要叙述的便是我认为有作用的管理最低要达到什么程

① 我认为所有期限超过（比方说）10年期的定利贷款都应当由法律强制规定其具有有限期年金的特点、为期（比方说）不得超过50年，使之在期限终了之后就无需再付任何款项。这种办法可能是一种正确的财政原则。

度，然后再进而讨论更完整的制度。由于目前黄金价格无疑有下降的趋势，所以在往下的讨论中，我们将基本上假定，眼前的目标是节约黄金。虽然如此，将来却可能很容易出现相反的情形，这种情形出于黄金冶炼术的革命性发明的成分居多，出于新金矿丰富的成分少。

（一）最低限度的管理——可以根据许久以前热那亚会议的建议召开各国中央银行会议，要求它就采取共同行动的广泛原则取得一致意见：

1. 所有的国家必须同意不让黄金（或金券）进入实际流通，而只作中央银行的准备货币之用。

我们已经看到（第297页）世界各处大部分的黄金已经从实际流通过程中抽出，90%以上的货币黄金现在都掌握在各国政府和中央银行手中。① 在美国，仍旧允许金币进入实际流通，而金券实际上也是这样。② 在法国新的货币法中，却有一项危险的条款准许黄金在法令许可下进入实际流通过程，可是这一条款始终并未实行。其他国家在这方面没有什么要变动的地方。

2. 所有中央银行必须同意接受某种的黄金代替品作为自己的准备货币的一部分，以便减少（或者至少也要根据具体情形变更）自己认为有必要保存在金库中支持其所创造的中央银行货币的那部分黄金量。正如同流通货币在十九世纪时逐渐成为表征货币那样，"准备货币"也一定会在二十世纪逐渐变成表征货币。

① "完全掌握在各国政府"手中的总额里包括美国金券。如果我们把实际流通中的金券算作金币的等价物（实际上是如此）上述的"90%"就成了"80%"。

② 最近美国在联邦储备银行准备金以外流通的金币共达375,000,000美元，金券950,000,000美元，折合265,000,000英镑，比英格兰银行黄金准备多50%以上。

用黄金以外的某种东西作为中央银行的一部分准备货币的办法，由于汇兑本位制和汇兑管理制的实施而不知不觉地出现了。[①]我们已经在第三十三章中讨论过国外余额在中央银行的法定准备金中可以起什么作用，可是在各中央银行准备总额中的实际地位却不可能准确道出，因为这种余额并不是每一回单独列出的。例如英格兰银行，如果(实际上也如此)持有外汇或国外余额时，并不将其全数列出，而德意志国家银行的每周报告中的"外汇准备"数字也不能代表全貌。下述数字总可以说明"外汇与国外余额"所占的地位，而战前却没有与之相当的数字。

1929年6月[②]欧洲各国中央银行所发表的"外汇与国外余额"储存量达400,000,000英镑左右，其中主要的余额如下：

欧洲各国的中央银行	"国外汇票与差额"，单位：1,000,000英镑
法兰西银行	208
意大利国家银行	53
德意志国家银行	18
奥地利国家银行	16
希腊银行	15
比利时银行	13
波兰银行	12
瑞士国家银行	11
捷克斯洛伐克银行	11

所以，看来在人们所希望的方向似乎已经有了一个明确的发展趋势。虽然如此，我只怕这种表面现象有一点儿靠不住。黄金汇兑管理制一部分由于第二十一章中所提出的理由，已经日渐衰

① 参阅本书上卷第316页。

② 一年以后的数额没有大变动。

额了。这一现象还有一部分原因是人们感到采用这种方法就表现了软弱或者说这是不打算自己成为金融中心的国家的特点。所以，为了建立一种标准和风气，可取的做法是：明确地让所有的中央银行都有权自由决定，将其法定准备额至少一半以其他国家中央银行的余额的方式保持，最好是以国际清算银行的余额的方式保持。

3. 所有中央银行的法定准备额在中央银行委员会的建议下应该可予变动，其量不得超过正常增减量的20%。

这类的条款由于使中央银行的总体在必要时有办法增减黄金的有效供应量，所以便极为重要。

4. 在所有的国家中，中央银行的最低黄金买价和最高黄金卖价之间的差距应扩大到2%。这一条款的用处在上面第三十六章中已经说过了。

这些条款，除了与现行办法相差不远的第一条以外，没有一条强迫任何中央银行改变它们的行为。然而它们并未被迫把一部分准备用国外余额保持；对其实际保持的余额准备也没有什么限制，它们也不会不能宣布准备暂时以较小的差价买卖黄金。这些措施的目的反而是使中央银行可以不必被迫遵守那些硬性的法规，遵守这些法规时对它们本身没有好处，对大家也没有好处。如果由各行联合提出一套符合于安全、威信和公益精神等方面的要求的通行法规，就可以解除胆怯和不安的情绪，而一家银行单独采用时则即使心中认为方向正确，也难免于发生胆怯和不安。

这种法则并不能阻止个别银行吸收并贮积超过其在世界黄金供应量中应有的亏额，从而使邻行遭到困难；我还看不出有什么办法做到这一点。可是它们却可以设立某些标准，采用之后至少可

以使黄金购买力出现大波动的可能以及信用出现不稳定状况的可能减少。因为头三条法规使人们可以大量节约黄金，因而消除了未来若干年中缺乏黄金的危险。第四条法规则容许中央银行具有目前还未能获得的行动自由，在国内的短期信用状况和全世界性质不一致的时候可以加以应付。

（二）最高限度的管理——一个令人满意的黄金价值国际管理制度却需要比这更大大地往前跨进一步。如果我们要为信用循环找出任何有效的补救办法时，情形就更加如此。理想的办法肯定是成立一个“国际银行”，它和世界上各中央银行的关系正象各中央银行对会员银行的关系一样。要是在这样一个国际银行还未进入政治舞台以前很久就去草拟一份纸上谈兵的详细组织法，那便是浪费时间。可是一份组织法大纲却又最能说我们所希望的是什么东西。

1．我认为国际银行毋需任何创办资本，但其负债应由所属各中央银行担保。

2．除了对各中央银行外，它不应经营业务。它的资产应当包括黄金、有价证券和对各中央银行的垫款。以及中央银行的存款所造成的负债。这种存款我们将称为“国际银行货币”（简写成为 S. B. M.）。

3．S. B. M. 应可按差价为 2% 的固定价格购进和兑付黄金。

4．国际银行的黄金准备额应由其自行决定，并且不应强使超过它对负债的任何既定最低百分比。

5．国际银行所属的一切中央银行所发行的国家货币都应强制规定可以用 S. B. M. 按上述黄金的条件（即按 2% 的购销差价）

收购或兑付。此外，还有一点是很希望能达到的，就是各国国币最好是只能用 S. B. M. 兑现；因此 S. B. M. 就会成为首先国际本位，而以 S. B. M. 本身可以兑换成的黄金则成为最后本位。

6. S. B. M. 可以和黄金同样作为所属各中央银行的法定准备。

7. 所属各中央银行在一开始时应存入一大笔黄金在国际银行开立帐户，此后其 S. B. M. 的持有量可以用增储黄金、从其它中央银行转来 S. B. M. 和向国际银行借款等方法予以补充。

8. 国际银行将规定出所属各中央银行三个月以下的借款银行利率。至于其中任何一个行所能得到的这项贴现周转账款量可根据该行过去三年（比方说）在国际银行的平均存款量决定，开初时则可根据其黄金存量决定。也就是说，各中央银行开初时有权以初始黄金存量为限进行贴现，三年以后则以以前三年的平均存款额为限。可是最高容许额应当正象银行利率一样，根据 S. B. M. 总量的增减随时重定，以维持 S. B. M. 的价值稳定。这样一来，国际银行就可以从两方面来控制它对中央银行的信用条件——第一是银行利率，第二是贴现限额。最好是所属各中央银行在平时就向国际银行借款，而不要只在紧急情况下借款。

9. 国际银行经所属兑付国中央银行同意后，应有自由裁决权进行公开市场业务，买卖长短期证券，上述同意在收进时必需取得，在抛售时则不必需取得。然而以 S.B.M. 发行国际贷款却没有什么不能进行的地方，而且也会日趋普遍。到那时，国际银行就可以完全根据自己的意思自由地买卖。

10. 国际银行的组织章程是细则方面的问题，毋需在此赘述。

可是大概在管理方面应当是独立的，而对于日常的行政管理工作则应拥有高度的权力和权宜行事的自由，最后只受所属中央银行代表组成的监督委员会管辖。

11. 银行的利润可以分为两部分，一部分应归入准备金，另一部分则按照所属各中央银行的平均存款比率进行分配。

12. 直到这儿为止，我还没有提到银行管理当局的目标。我认为这无宁是一个一般方针的问题而不是明细责任的问题。主要的方针有二。它的第一个职责便是如前所述，根据国际贸易主要商品的物价指数本位尽可能地维持黄金（或 S. B. M.）价值的稳定。它的第二个职责是尽可能避免国际性的普遍利润膨胀与紧缩。达到这些目的的方法一部分是运用它的银行利率、贴现限额和公开市场政策，可是主要地还是由它和所属中央银行或由后者相互之间进行协商和采取共同行动；各中央银行应当在监督委员会的月会上讨论它们的信用政策，并且尽可能按照共同议定的方针采取行动。

显然单凭纸上谈兵的组织章程并不能保证任何东西。令人向往的目标只有通过世界各地的金融当局日复一日地运用其见识行事才能达到。但如果能按上述路线搞出一个名堂来，我认为全世界的中央银行便可以掌握一种工具，只要自己愿意而且知道怎样运用时，就可以用来达到主要的目标。

三、国际清算银行

1929 年初，巴黎一批专家在欧文·杨先生主持下开会提出了一个《德国赔款问题报告》，其中有一项附录概略地说明了计议中

的"国际清算银行"的职权范围和组织。后来便按照其所建议的方针成立了一个银行。当本书这部分付印时，正是该行新张数月，营业伊始的时候。

创立这家银行的基本目的是为了便利第一次世界大战所造成的国际债务的支付和转移，如德国的赔款、协约国之间的债务以及欧洲各国政府所欠美国政府的债务等等。可是清算银行打算行使的职权显然比这更广泛，也许打算起的作用是我在上面所说的关于货币的国际管理方面的那种作用，该行创办人之一的乔赛亚·斯坦普爵士就曾公开这样说过。所以从这个观察点来研究它的组织结构是极为中肯的。

概述该银行及其组织章程的附录是冗长而又复杂的。①但其要点可以简要地综述如下：

(一)"清算银行的目的是推动各国中央银行进行合作，为国际金融活动提供更多的便利，而这项清算工作是与有关各方协议在国际金融清算中充任受托人或代理人。"

(二)"清算银行的工作应当和有关国家中央银行的金融政策取得一致。"

(三)"该行的全部行政管理权属于董事会，"该会经三分之二多数同意后有权修改该行的某些规章，其余规章则在"按该行组织章程补充法批准"后才可予修改。②

(四)董事应由大不列颠、法国、比利时、意大利、日本、德国和美国等中央银行总裁担任，或者由上述总裁指定人选；每一国家得

① 艾因齐格的《国际清算银行》一书中眉目清晰地列出了这方面的细节。

② 未说明这方面的法律制定者。

派两人参加，德国和法国得增派代表一人；三分之一的董事应从某些其他国家的中央银行所提出的名单中选定。

（五）该行得以往来帐户或存款帐户的名义接受各中央银行的存款，可向各中央银行垫款，并得自由购买或出售黄金、外汇、票据和证券。但如果有关的中央银行不赞同，即不得进行任何金融业务，投入时并未经反对的资金予以撤回不在此例。

（六）与一国国民进行交易而其中央银行不加反对时，该行可不限于与各中央银行进行交易。

（七）该行不得 1.发行钞票，2.承兑票据，3.对政府垫款（但可购进其库券与有价证券）或以政府名义开立往来账户，4.在任何企业中取得优势权益，或保有非本身业务所需的财产，（暂时保有不在此例）。

（八）"该行工作应特别注意维持本身的流动性"，但毋需保有任何规定比例的黄金或票据。

（九）该行有已认股本，利润则按既定比例分配于准备金、股票持有人、存储长期定期存款的中央银行以及德国赔款账户等方面。

显然这些条款拟定得很广泛，并且符合于该行按以上所建议的路线发展成一个国际金融管理机构。可是这一问题在它的组织方面却有某些困难存在。接受赔款的强国具有优势代表权和一个真正的国际机构是极不相容的；然而银行的组织却是木已成舟，以后可能不容易更改了。

该行有权不限于中央银行客户经营一般金融业务也可能遭到訾议。我认为就存款和贴现方面来说，该行最好严格地限于对中

央银行间经营业务，而不应和任何其他方面发生直接关系。这正象中央银行除了公开市场业务以外大概最好是只限于和本身的会员银行或其他中央银行发生业务关系一样。如果国际银行插足于一般金融业务，就会无谓地引起许多竞争排挤。

然而该行可望成为一个核心，最后发展出一个管理金融问题的国际银行。至少它提供了一个集会的地方，在这里世界各国中央银行的总裁可以养成开诚布公地讨论的习惯，并熟悉和了解彼此的方法和观念等，从这里面就可以逐渐发展出协作和共同行动来。然而国际清算银行将来的作用就象若干其他未成熟的国际机构一样，大部分要取决于美国方面的支持。只要美国政府当局觉得仍有必要向国内舆论界表白自己连一点舍己为人的行为的影子都没有，该行的进展便一定是迟缓的。不过美国人却有希望抛掉这种态度，这不是由于自私自利而来的——完全相反，这是由于对古文明中心的猜妒而来的。

四、结论

近年来，大部分人对于世界管理其金融事务的方法都渐渐感到不满了。然而他们又不相信所提出的补救办法。我们搞得很糟，但又不知道怎样能搞得较好。我认为主要责任不应当由从事实际工作的银行家来负。白芝浩有一段著名的论文抱怨了英格兰银行的董事不了解正确的原则。然后就继续写道:“我们不能希望他们自己发现这种原则。世界上的抽象思维从来就没法从那班身居要津的人身上得到。管理最紧要的现行交易以后就顾不得别的了，而负责这类事情的人一般都不怎么想理论问题，甚至想这种问

题和这类事情有密切关系时也都如此。”我们不妨回头看看那些经济学家的工作，他们的本职就是从事“世界上的抽象思维”，可是值得注意的是，直至最近几年发生风波以前，任何地方都很少看到严肃认真的货币理论论文。最近几年的事态的确唤起了许多有关这些方面的思想，到相当的时机便可以获得成果。可是经济学的特点是有价值的和有意义的工作进行了多年，而且其间也获得了稳步的进展，如果其结果不严格和不完美到某种程度，用到实际上就几乎一无用处。半生不熟的理论也许朝最终完整的形式方面走了一半路程，但实际上并没有多大价值。因此如果说，本来有正确的指南可供运用，但从事实际工作的人却忽视了这方面的结论，那便是不正确的说法。

货币理论现在是不是准备好了跨这关键性的一步，踏踏实实地和现实碰头呢？我相信现在大不列颠、美国、斯堪的那维亚、德国和奥地利等国活跃的经济学家的工作气氛是有利于这种结果的。这种情形还不限于货币理论方面。马歇尔的《经济学原理》是40年前出版的，其中大部分的思想是50多年以前形成的。自从该书出版以后，30年来经济理论的进展微不足道。到1920年时，他的经济平衡论才被人们接受，但并没有多大的提高。不幸的是：他一心渴望着把他的经济理论发展到与现实世界恢复连系的程度，于是便往往倾向于用许多机智而透辟的话牵涉到动态问题来粉饰他那平衡理论的静态本质。分清长期和短期之间的差别是走向动态体系理论的第一步。可是我认为现在我们终于到了更上一层楼的前夕；这一步如果能顺利跨进，可以使理论结合实际的可能性大大地增加。这种跨进，就是走向理解非静态平衡经济体系的

行为详情。这本书与大多数旧货币理论著作不同的地方就是打算对这经济科学新方面有所贡献。

可是我们要使自己的理论完整或者稳妥地应用到实际问题上去，就还应增加另一种认识：——也就是当代经济事务的精确数量资料。在这一方面——从事实际工作的银行家容易受到更大的责难，至少在大不列颠是如此。而在美国方面所有开疆辟土的工作都完成了，近五年来许多这类工作质量都极高；主持其事的有时是联邦储备局（由斯图尔特博士、戈登威泽博士等人领导），有时是半官方机关如全国经济研究局、哈佛商情研究所、哈佛经济学会等。用联邦储备局米勒尔博士的话来说：收集和整理全面的统计资料对于"消灭印象主义"[①] 有极大的意义。另一方面，大不列颠的银行——英格兰银行和五大银行——直到最近还把经济调查员看成是哑剧中的警察在给被关的人丢眼色，暗示"他所说的话都会被记下来、然后改头换面地用来作证词对付他"。这些人也可以比作一批医生，他们拒绝收集或提供有关出生、死亡以及健康与疾病状况的统计资料；所提出的理由一部分是：透露这种资料就破坏了他们对病人的信守，还有一部分则是怕这种资料被他们的同行竞争者抓住把柄或是影响他们的医疗威信。他们不只是对这个不完整和程度不高的科学中不扎实的结论合理地采取保留态度，而且直到最近都很少或干脆没有帮助这门科学提高。至于其他地方，日内

① 在物价稳定委员会（美国国会报告，1927年，第700页）前作证时他继续说道："印象主义不可避免地在人类事务发生了很大的作用，不过据我看来，它们在美国的行政管理过程中所起的作用太大了。所以每一个和行政事务有关而又可以拿出一套科学工具来的人最好都能这样做，以便减少"猜测"。我要补充一句，印象主义在所有其他国家所起的作用比美国更大。

瓦的“国际联盟经济与财政部”以及“国际劳工局”等都曾勇往直前地作了努力；可是却由于它们所依据的数字是碰上其他当局搜集了什么就用什么，而不是本机构收集的，所以它们便受到了限制；而白厦（英国政府机关所在地）的贸易部和劳工局的统计部门则由于人员和资力不足也受到了阻碍。

就货币学而言，特别有一个原因使统计资料对于提出理论、测验理论并且使人们信服说来，具有头等的重要性。货币理论归根结蒂，不过是大规模地精心体现“洗一洗，全都在这里”这句古话而已。可是要说明这种情形并且使我们信服，那就需要一张完整的清单。商店里柜上收的钱总算起来应当等于顾客花的钱；公众的开支总数应当等于他们的收入减去搁起来的钱；这类简单的道理的意义和关系显然都最难理解。